

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID
DEPARTAMENTO DE DERECHO PÚBLICO Y FILOSOFÍA JURÍDICA

O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico.
Estudo comparado dos ordenamentos jurídicos espanhol e brasileiro.

TESIS DOCTORAL

Presentada por: Salise Monteiro Sanchotene
Director: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Manuel Cancio Meliá
Catedrático de Derecho penal
Área de Derecho penal
Facultad de Derecho
Universidad Autónoma de Madrid

Madrid, 2017

Agradecimiento

Al director de la presente tesis, el Profesor Dr. Dr. h.c. mult. D. Manuel Cancio Meliá, mi más profunda gratitud por su tiempo, paciencia y dedicación. Ha sido un honor y todo un privilegio haber estado bajo su tutela académica.

“Aprendí a distinguir tres clases de poderes: el de un individuo sobre otro, el del Estado sobre un individuo y el del sistema económico-financiero también sobre el individuo¹”

¹ NAUCKE, Wolfgang: *El concepto de delito económico-político – Uma aproximação*. Tradução Eugenio Sarabayrouse, Madrid: 2015, p. 33, prólogo à edição.

ÍNDICE

| | |
|---|----|
| ABREVIATURAS | 7 |
| RESUMO | 11 |
| ABSTRACT..... | 12 |
| INTRODUÇÃO | 13 |
| INTRODUCCIÓN..... | 16 |
| NOMENCLATURA A SER UTILIZADA NO DECORRER DO TRABALHO. | 20 |

PRIMEIRA PARTE

| | |
|--|----|
| EVOLUÇÃO DO <i>INSIDER TRADING</i> NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA E NA UNIÃO EUROPEIA | 23 |
|--|----|

CAPÍTULO PRIMEIRO

| | |
|---|----|
| EVOLUÇÃO DO <i>INSIDER TRADING</i> NOS EUA | 24 |
| INTRODUÇÃO | 24 |
| I. Crítica à proibição do <i>insider trading</i> | 27 |
| II. Posição intermediária à regulamentação | 32 |
| III. A regulamentação do <i>insider trading</i> nos Estados Unidos da América . | 34 |
| IV. Conclusão Provisória | 49 |

CAPÍTULO SEGUNDO

| | |
|--|----|
| <i>INSIDER TRADING</i> NA UNIÃO EUROPEIA | 51 |
| INTRODUÇÃO | 51 |
| I. Diretiva do Conselho 89/592 | 53 |
| II. Diretivas 2003/6/CE e 2003/124/CE..... | 62 |

| | |
|--|----|
| III. Tratado de Lisboa e Competência Penal da União Europeia..... | 67 |
| IV. Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados – ESMA (European Security Market Authority) | 73 |
| V. Regulamento (UE) N.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado (regulamento do abuso de mercado - MAR) | 75 |
| VI. Diretiva 2014/57/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, sobre sanções penais aplicáveis ao uso de informação privilegiada e manipulação de mercado | 79 |
| VII. Conclusão Provisória | 85 |

SEGUNDA PARTE

| | |
|--|----|
| ELEMENTOS ESSENCIAIS DA REGULAÇÃO ADMINISTRATIVA | 87 |
|--|----|

CAPÍTULO TERCEIRO

| | |
|---|-----|
| ÓRGÃOS DE CONTROLE ADMINISTRATIVO | 88 |
| INTRODUÇÃO | 88 |
| I. Brasil..... | 89 |
| II. Espanha | 94 |
| III. Conclusão Provisória | 109 |

CAPÍTULO QUARTO

| | |
|--|-----|
| A COMUNICAÇÃO DE INFORMAÇÃO RELEVANTE..... | 113 |
| INTRODUÇÃO | 113 |
| I. Acesso à informação em diplomas legais – contexto mundial | 115 |
| II. Conceito de informação precisa na UE | 117 |
| III. Informação relevante | 120 |

| | |
|---|-----|
| A. Atuação de analistas no mercado de valores | 123 |
| B. Sondagens de mercado..... | 126 |
| C. Processo empresarial dividido em etapas | 129 |
| D. Diferimento da publicidade da informação relevante | 131 |
| E. Objeto da informação: Ato ou fato relevante | 134 |
| 1. Aspectos normativos da informação | 134 |
| 2. Sujeitos obrigados por lei a informar..... | 146 |
| a. Emitentes de valores mobiliários | 146 |
| b. Intermediários Financeiros | 147 |
| c. Entidades gestoras | 147 |
| 3. Veículos legais de publicação da informação | 149 |
| F. Vícios nos comunicados relevantes e a posição de garante do sócio controlador..... | 151 |
| IV. Conclusão Provisória | 163 |

TERCEIRA PARTE

| | |
|--|-----|
| BEM JURÍDICO PROTEGIDO E ELEMENTOS DA INFRAÇÃO PENAL ... | 165 |
|--|-----|

CAPÍTULO QUINTO

| | |
|--|-----|
| BEM JURÍDICO PROTEGIDO NO CRIME DE USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA..... | 166 |
| INTRODUÇÃO | 166 |
| I. Bem Jurídico Protegido nos Crimes Contra a Ordem Econômica | 169 |
| A. Considerações Gerais | 169 |
| B. Teoria Constitucionalista de bem jurídico | 171 |
| C. A Ordem Econômica como bem jurídico | 180 |
| II. Bem Jurídico Protegido no Crime de Uso de Informação Privilegiada .. | 192 |

| | |
|---|------------|
| A. Direito Penal do Mercado de Valores como espécie do Direito Penal Econômico | 192 |
| B. Princípios do Direito Anglosaxão | 193 |
| C. A importância do Mercado de Valores no Sistema Financeiro de um país | 196 |
| D. Posicionamento quanto à necessidade de criminalização do Uso de Informação Privilegiada | 202 |
| E. O uso da informação privilegiada: delito patrimonial ou delito econômico? | 210 |
| 1. A utilização abusiva de informação privilegiada como delito patrimonial..... | 210 |
| 2. A utilização abusiva de informação privilegiada como delito econômico..... | 217 |
| F. Bem jurídico tutelado | 220 |
| 1. Correto funcionamento dos mercados..... | 221 |
| 2. Confiança dos investidores no mercado..... | 227 |
| 3. Igualdade de Oportunidades dos Investidores | 230 |
| III. Conclusão Provisória..... | 237 |

CAPÍTULO SEXTO

| | |
|--|------------|
| CRIME DE <i>INSIDER TRADING</i> OU USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA | 240 |
| I. Evolução legal | 242 |
| A. Direito Espanhol | 242 |
| B. Direito Brasileiro..... | 243 |
| II. Proteção penal de forma secundária | 244 |
| A. Integração da norma penal por elementos normativos e norma penal em branco | 246 |
| B. Duplicidade de sanções pelo mesmo fato | 253 |
| 1. Abordagem do tema pelo Direito Espanhol | 253 |

| | |
|--|-----|
| 2. Abordagem do tema pelo Direito Brasileiro | 259 |
| III. Análise do tipo penal | 261 |
| A. Artigo 285 do Código Penal Espanhol | 261 |
| 1. Questões Prejudiciais..... | 261 |
| 2. Elementos objetivos do tipo | 261 |
| a. Sujeito ativo | 261 |
| b. Verbos típicos | 271 |
| c. Objeto material da ação | 276 |
| i. Informação ainda não tornada pública | 280 |
| ii. Informação relevante para a cotização | 283 |
| 3. A existência de benefício ou prejuízo: resultado lesivo ou condição de objetiva de punibilidade? | 288 |
| 4. Tipo agravado | 301 |
| 5. Elemento subjetivo | 305 |
| 6. Concurso de crimes | 305 |
| i. Concurso de crimes entre os artigos 285 do CP e 442 do CP | 305 |
| ii. Concurso de crimes entre os artigos 285 do CP e 279.2 do CP ... | 306 |
| 7. Pena aplicável | 306 |
| B. Artigo 27-D da Lei nº 6.386/76..... | 307 |
| 1. Elementos objetivos do tipo | 307 |
| a. Sujeito Ativo | 309 |
| b. Verbo típico | 318 |
| c. Objeto material da ação | 318 |
| d. Elemento subjetivo | 320 |
| e. Pena aplicável..... | 321 |
| f. Análise do primeiro precedente brasileiro | 322 |
| IV. O exame do bem jurídico pelos Tribunais | 332 |
| V. Conclusão Provisória | 349 |

| | |
|----------------------------|-----|
| CONCLUSÕES FINAIS..... | 354 |
| CONCLUSIONES FINALES | 365 |
| BIBLIOGRAFIA..... | 376 |

ABREVIATURAS

| | |
|-------------|--|
| ADPCP | Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales |
| ADR | American Depositary Receipts |
| AFDUAM | Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid |
| ANC | Autoridades Nacionais Competentes |
| APDMC | Associação Portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais |
| Art., art. | Artigo, artículo |
| ATS | Alternative Trading System |
| BdE | Banco de España |
| BM&FBOVESPA | Bolsa de Valores de São Paulo |
| BOE | Boletín Oficial del Estado |
| C.F.R. | Code of Federal Regulation |
| CC | Conflito de Competência |
| CE | Comunidade Europeia |
| CEE | Comunidade Económica Europeia |
| CESR | Comitê Europeu de Regulação de Valores |
| CF | Constituição Federal brasileira |
| CFD | Contract for Differences ou Contrato por Diferenças |
| CFO | Chief Financial Officer |
| CGPJ | Consejo General del Poder Judicial |
| CNMV | Comisión Nacional del Mercado de Valores |
| COB | Commission des Opérations de Bourse |
| COM | Comissão Europeia |
| CONSOB | Commissione Nazionale per le Società e la Borsa |

| | |
|------------|---|
| CP | Código Penal |
| CPC | Cuadernos de Política Criminal |
| CPP | Código de Processo Penal |
| CVM | Comissão de Valores Mobiliários do Brasil |
| DGSPP | Direção Geral de Seguros e de Planos de Pensões |
| EEMM | Estados Membros |
| ESFS | European System of Financial Supervisors |
| ESMA | European Securities and Market Authority |
| ESRB | Comitê Europeu de Risco Sistêmico |
| EUA | Estados Unidos da América |
| FMA | Financial Markets Act |
| FUNPEN | Fundo Penitenciário Nacional |
| ICADE | Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales (Universidad Pontificia de Comillas) |
| IN | Instrução Normativa |
| J. Corp. L | Journal of Corporation Law at the University of Iowa |
| LLP | Revista La Ley Penal |
| LMC | Lei de Mercado de Capitais |
| LMV | Ley del Mercado de Valores da Espanha ou Lei de Mercado de Valores do Brasil |
| LO | Ley Orgánica |
| LSA | Ley de Sociedades Anónimas |
| LSC | Ley de Sociedades de Capital |
| MAD | Market Abuse Directive |
| MAR | Market Abuse Rule |
| MiFID | Markets in Financial Instruments Directive |
| MTF | Multilateral Trading Facility |

| | |
|---------|---|
| NYSE | New York Stock Exchange |
| OPA | Oferta Pública de Aquisição de Ações |
| OTF | Organised Trading Facility |
| RBCCrim | Revista Brasileira de Ciências Criminais |
| RD | Real Decreto |
| RDBB | Revista de Derecho Bancario y Bursátil |
| RHC | Recurso em <i>habeas corpus</i> |
| S.A. | Sociedad Anónima |
| S.Ct. | Supreme Court of the United States |
| S/A | Sociedade Anônima |
| SAP | Sentencia de la Audiencia Provincial |
| SDRIF | Sistema de Dados de Referência dos Instrumentos Financeiros |
| SEC | Securities and Exchange Commission |
| SOX | Sarbanes-Oxley Act |
| STC | Sentença do Tribunal Constitucional espanhol |
| STF | Supremo Tribunal Federal (Brasil) |
| StGB | Strafgesetzbuch, Código Penal Alemão |
| STJ | Superior Tribunal de Justiça (Brasil) |
| STJCE | Sentença do Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias |
| STS | Sentença do Tribunal Supremo |
| TC | Tribunal Constitucional (Espanha) |
| TFUE | Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia |
| TJCE | Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias |
| TJUE | Tribunal de Justiça da União Europeia |
| TS | Tribunal Supremo (Espanha) |
| UE | União Europeia |

RESUMO

O crime de uso de informação privilegiada ou *insider trading* visa à proteção da integridade dos mercados de valores como forma de garantia da igualdade de todos e da manutenção da confiança no seu correto funcionamento. As bases dessa nova modalidade de delito surgiram nos EUA, onde o tema foi amplamente debatido pela Escola de Análise Econômica do Direito, cabendo aos Tribunais a consolidação do instituto, com as teorias que dão suporte à compreensão do ilícito, tal qual hoje é conhecido. O modelo estadunidense serviu de inspiração para outros sistemas legislativos, mantidas as devidas proporções entre os sistemas de direito da *Civil Law* – alicerçado no princípio da legalidade - e o Anglo-saxão – alicerçado em precedentes judiciais. Com a crise econômica mundial que teve início a partir de 2008, inicialmente, nos EUA, a União Europeia sentiu necessidade de aperfeiçoar-se no plano legislativo e no marco das estruturas de supervisão dos mercados, para coibir as práticas abusivas. Essa preocupação, que se iniciara em 2003 com a publicação da primeira Diretiva a respeito do *insider trading*, culminou com a edição de recentes documentos comunitários que por primeira vez, em matéria penal, pretendem harmonizar em todos os Estados Membros o conceito de crime de informação privilegiada e o mínimo de penas cominado a essa modalidade delitiva. Por integrar o gênero dos crimes contra a ordem econômica, o *insider trading* padece das mesmas dificuldades interpretativas que circundam aqueles, uma vez que é de perigo abstrato e o tipo penal é constituído por elementos normativos que devem ser integrados por normas extrapenais. Pretende-se com este trabalho entender como essa modalidade jurídica eliminou fronteiras no Continente europeu rumo à aludida uniformização, em área tradicionalmente marcada pela soberania dos países, e também compreender como essa maleabilidade no tipo penal não afeta a visão garantista do Direito. Para esse exame, faz-se necessário um estudo dos elementos típicos e de seus correspondentes na esfera administrativa, destacando-se as coincidências e divergências nas legislações da Espanha e do Brasil. Esta investigação se propõe, também, a examinar os poucos precedentes judiciais existentes para verificar qual a importância que os Tribunais têm dado à análise do bem jurídico protegido, de natureza difusa, no momento de realizar a adequação típica, numa dimensão crítica de validação da norma penal, bem assim constatar qual a conformação dos elementos-chave do crime de uso de informação privilegiada na visão da jurisprudência.

ABSTRACT

The crime of insider trading aims at the protection of the stock market's integrity as a guarantee not only of a market egalitarianism but also of a reliability on its correct functioning. The basis of this new kind of crime was born in the USA, where the subject was widely discussed by the Law and Economics Scholarship. Therefore, it was the Courts' assignment to consolidate the felony with the theories that give support to the comprehension of insider trading as it is known nowadays. The US-American model emerged as an inspiration for several other legislative systems, always keeping the asymmetries between the Civil Law system – grounded on the legality principle – and the Common Law – grounded on the precedents. With the world's economic crisis that began in 2008, the European Union felt the need to improve its legislative plan and also its enforcement in what concerns the supervision of markets, aiming the cohibition of market abuse. This preoccupation, which has begun in 2003 with the publication of the first Directive on insider trading, rose with the edition of recent comunitary documents that for the first time in criminal law, intended to harmonize in all member states the concept of the insider trading felony and the minimum penalty to this crime. The insider trading, integrating the genre of crimes against the economic order, suffers the same interpretative barrels as the ones seen in general in this kind of crimes, since they are faults of abstract danger, and also because the criminal law is built by normative elements that must be integrated by administrative dispositions. In this work, it is intended to understand how this juridical modality eliminated the barriers in the European Continent leading to the uniformization, in a field that is traditionally stained by the country's sovereignty, and also to understand how the criminal law's malleability does not affect the garantism vision. To this study, it is necessary an acknowledgment of the typical elements and its relatives at the administrative sphere, highlighting the similarities and discrepancies among the Spanish and Brazilian legislations. This investigation also aims to examine the few precedents that exist at this point to understand what is the relevance that the Courts have been giving to the analysis of the juridical goods protection, of transindividual nature, at the moment to realize the vagueness doctrine, at the critic dimension of the criminal law validating, as well as to ascertain the conformation of the key elements of the crime of insider trading in the view of jurisprudence.

INTRODUÇÃO

1. A partir dos anos 1990 diversos países desenvolvidos despertaram para a necessidade de regulamentar administrativa e/ou criminalmente a proteção dos mercados financeiros. Um número importante desses Estados, pressionados por outros que já reprimiam determinadas práticas abusivas, passaram a sofrer os efeitos dos crimes econômicos transfronteiriços cometidos por agentes que buscavam um meio com menor pressão regulatória (ou seja, de um fórum shopping jurídico-penal), com todas as dificuldades de investigação e punição que implicam essa classe de infrações. Desde o ano de 2008, como se sabe, o mundo vive uma crise econômica de notáveis proporções, que afetou sobremaneira os mercados financeiros. No marco da crise desses mercados, constata-se consequências derivadas diretamente de seu mal funcionamento, mediante fatos que ocasionaram graves danos a investidores – e, em muitas ocasiões, a investidores minoritários - e às economias internas de alguns países.

2. Com base nesse panorama, na presente investigação pretende-se abordar o tratamento dado à prática do *insider trading* desde sua concepção como tal, nos Estados Unidos da América, até a adoção adaptada das bases estadunidenses no trato da matéria por países de sistema continental, a principiar pelas Diretivas da União Europeia, para centrar-se o estudo nas legislações penais espanhola e brasileira.

3. Até hoje, como se verá, há vozes contrárias à criminalização do uso de informação privilegiada nos mercados financeiros - por várias razões que serão examinadas no decorrer do trabalho, mas basicamente fundadas em postulados econômicos -, que apostam na autorregulação do mercado. Por conseguinte, o estudo para compreender essa falta de unicidade acerca da necessidade de criminalizar o uso de informação privilegiada fará necessária incursão nos aspectos econômicos que circundam a temática, buscando as raízes do instituto na Escola de Análise Econômica do Direito nos EUA - a qual sentou os fundamentos das discussões acadêmicas –, bem como nos precedentes oriundos dos Tribunais estadunidenses – que conformaram as teorias utilizadas para o entendimento do fenômeno em sua origem.

4. Embora metodologicamente dividida em seis capítulos, a investigação possui três eixos principais. O primeiro, a par de verificar a origem e consolidação do instituto nos EUA, buscará interpretar a evolução das normas geradas no âmbito europeu desde o final dos anos 1980 até os dias atuais, em matéria de regulação das práticas de abuso de mercado, especificamente do *insider trading*, ou uso de informação privilegiada. Apesar das diversas correntes de pensamento existentes quanto ao limite de intervenção estatal na regulação da economia, observa-se que na Europa esse cenário financeiro conturbado serviu de terreno fértil para que se semeassem as bases de uma tentativa de harmonização dos EEMM no que se refere à descrição comum, a todos, do que deve ser compreendido por crime de uso de informação privilegiada, estabelecendo-se o mínimo de pena a ser observado na esfera interna de cada país. Captar porque logo o abuso de mercado foi o tema escolhido para essa primeira tentativa de uniformização de origem penal, no contexto da União Europeia e sobretudo, entender como uma tal aproximação legal tornou-se viável entre sistemas jurídicos tão distintos entre si, é uma das tarefas a que se propõe este trabalho.

5. Na segunda parte do trabalho, centrar-se-á no exame do tratamento do tema em âmbito jurídico-administrativo, na Espanha e no Brasil. Aqui serão analisados o funcionamento das respectivas instituições reguladoras do mercado de valores, bem como os elementos normativos chaves da regulação administrativa, com especial atenção aos aspectos que rodeiam a informação relevante e sua comunicação ao mercado. Entender a evolução dessa normatização auxilia a compreensão do desenvolvimento do sistema como um todo, a par de ensejar uma padronização terminológica fundamental para o entendimento da norma penal que se utiliza de tais elementos.

6. Por fim, a terceira e principal parte deste estudo bifurca-se entre o exame do bem jurídico tutelado no crime de uso de informação privilegiada e a análise dos elementos da infração penal, para culminar com uma tomada de posição acerca de quais são os elementos típicos mais adequados em atenção às dimensões lesividade/bem jurídico, o que se dará a partir da comparação que se fará entre os ordenamentos jurídicos estudados.

No que se refere à definição do bem jurídico tutelado no crime de uso de informação privilegiada- em um debate que se produziu em outros âmbitos do

moderno Direito penal econômico -, se é certo não se poder afirmar que se alcançou um consenso doutrinário, é possível considerar que as maiores dificuldades e os mais profundos dissensos – como aquele de princípio entre os que negavam a possibilidade de identificar um objeto de proteção diverso do funcionamento da ordem econômica em geral – parece que estão claramente em vias de superação. Como será examinado oportunamente, o fato de as Constituições modernas albergarem, de forma direta ou indireta, a proteção da ordem socioeconômica, conferiu a almejada autonomia ao bem jurídico, embora existam vozes na doutrina científica, ainda hoje, que questionem essa necessária vinculação do exame do instituto à luz da Carta maior. Já em relação ao bem jurídico tutelado no crime de uso de informação privilegiada, a discussão permanece viva, e por isso, procurar-se-á investigar a importância que o exame do bem jurídico adquire para os Tribunais, principalmente os de índole constitucional, no momento de realizar a adequação típica. Registre-se que na área da criminalidade econômica os conceitos típicos manejados são fluidos e via de regra, necessitam do Direito extrapenal para a correta hermenêutica quanto aos elementos normativos que os integram. Essa análise se dará mediante a verificação dos poucos precedentes existentes sobre a matéria, tanto na Espanha quanto no Brasil. Assim, tratar de identificar a importância da determinação do bem jurídico tutelado no crime de uso de informação privilegiada em uma perspectiva instrumental, que redunde em consequências de aplicabilidade na prática judicial, é, também, um dos objetivos deste trabalho.

6. O enfoque metodológico utilizado, portanto, terá por base a conjugação dos princípios jurídicos penais informadores do instituto do *insider trading* em sua relação com a ciência econômica – a fim de entender o funcionamento do sistema, identificando suas necessidades de proteção tanto na Espanha quanto no Brasil, bem como os problemas de interpretação que decorrem das descrições típicas -, plasmada na realidade dos tribunais, que terminam por conferir concretude ao bem jurídico tutelado, dando forma definitiva à atividade legislativa.

INTRODUCCIÓN

1. A partir de la década de los años 1990, muchos países desarrollados han tomado conciencia de la necesidad de protección jurídico-administrativa y/o penal de los mercados financieros. Un número importante de estos Estados, presionados por la situación generada por aquellos otros mercados que ya reprimían determinadas prácticas abusivas, comenzaron a sufrir los efectos de delitos económicos transfronterizos cometidos por agentes que buscaban un medio con menor presión regulatoria (o sea, de un *forum shopping* jurídico-penal), con todas las dificultades de investigación y sanción que implican esta clase de infracciones. Desde el año 2008, como es sabido, el mundo está experimentando una crisis económica de proporciones muy notables, lo que ha afectado seriamente a los mercados financieros. En el marco de la crisis de estos mercados, ha habido numerosos derivados directamente de su mal funcionamiento, con hechos que han causado graves daños a los inversores –y, en muchas ocasiones, a inversores minoristas– y a las economías nacionales de algunos países.

2. Con base en este panorama, en esta investigación se pretende abordar el tratamiento dado a la práctica del abuso de información privilegiada, desde su definición e instauración como tal en los Estados Unidos hasta la adopción adaptada de las bases estadounidenses por parte de los países del círculo jurídico continental o del *civil law*, comenzando por las Directivas de la Unión Europea para enfocar concretamente el estudio en las legislaciones penales española y brasileña.

3. Incluso hoy en día, como veremos, hay voces que se oponen a la criminalización del uso de información privilegiada en los mercados financieros –por diversas razones, que se examinarán a lo largo del presente trabajo, pero, básicamente, con base en determinados postulados económicos–, esto es, que creen en la autorregulación del mercado como mecanismo corrector de las prácticas abusivas en este ámbito. Por lo tanto, la investigación que aquí se emprenderá para comprender esta falta de consenso en cuanto a la necesidad de la criminalización de la información privilegiada, necesitará llevar a cabo una prolongada incursión en los aspectos económicos de la problemática, en busca de las raíces de la figura en la escuela de Análisis Económico del Derecho de los EE.UU – que sentó los funda-

mentos de las discusiones académicas en este ámbito—, así como en los precedentes de los Tribunales estadounidenses que dieron forma a las teorías utilizadas, para comprender el fenómeno en su fuente.

4. Aunque metodológicamente dividida en seis capítulos, la investigación que aquí se presenta tiene tres ejes principales. El primero, además de verificar el origen y la consolidación del tema en los EE.UU. buscará interpretar la evolución de las reglas generadas a nivel europeo desde finales de la década de 1980 hasta la actualidad, en el ámbito de la regulación de las prácticas de abuso de mercado, específicamente, de información privilegiada. A pesar de las diversas escuelas de pensamiento existentes en cuanto al límite de la intervención del Estado en la regulación de la economía, se observa que en Europa el actual escenario financiero de crisis sirvió de caldo de cultivo para que se sembrasen las bases de un esfuerzo de armonización de los EEMM en materia de descripción común a todos de lo que debe entenderse por el delito de uso de información privilegiada, estableciéndose, además, una pena mínima que debe observarse en el ámbito interno de cada país. Como es natural, uno de los objetivos del estudio también estará en identificar las razones por las que precisamente el abuso de mercado fue el tema elegido para este primer intento de uniformización dentro de la UE en materia penal, y cómo ha sido posible encontrar un denominador mínimo común en sistemas jurídicos internos altamente divergentes, como es sabido.

5. La segunda parte del trabajo se centrará en el examen del tratamiento del tema en el ámbito jurídico-administrativo, en España y en Brasil. Aquí habrán de someterse a análisis el funcionamiento de las respectivas instituciones reguladoras del mercado de valores, así como los elementos normativos clave de la regulación administrativa, con especial atención en los aspectos que rodean a la información relevante y en su comunicación al mercado. Comprender la evolución de esta normativa ayudará a entender el desarrollo del sistema en su conjunto, aparte de permitir establecer ciertos estándares terminológicos, que son fundamentales para la comprensión de la norma penal que hace uso de tales elementos.

6. Por último, la tercera parte de este estudio —que cabe considerar principal— se bifurca entre el examen del bien jurídico tutelado por el delito de abuso de información privilegiada y el análisis de los elementos de la infracción penal, para culminar en una toma de posición acerca de cuáles son los elementos típicos

más adecuados en atención a las dimensiones de lesividad/bien jurídico, y ello a partir de la comparación que se hará entre los ordenamientos jurídicos estudiados.

En lo que se refiere a la definición del bien jurídico –en un debate que se ha reproducido en otros ámbitos del moderno Derecho penal económico–, si bien no puede afirmarse que se haya alcanzado un consenso doctrinal, sí puede considerarse que las mayores dificultades y los más profundos disensos –como aquel de principio con quienes negaban la posibilidad de identificar un objeto de protección diverso del funcionamiento del orden económico en general– parece que están claramente en vías de superación. Como se verá en su momento, el hecho de que las Constituciones modernas alberguen, directa o indirectamente, la protección del orden socioeconómico, es el factor decisivo para dar fundamento a la autonomía del bien jurídico de la figura concreta, aunque subsisten voces actualmente en la doctrina científica que cuestionan esta vinculación necesaria del examen de la figura a la luz de la Constitución. En relación con el bien jurídico protegido en el delito de información privilegiada, el debate sigue vivo, y por eso, se buscará investigar como ha sido tratada la cuestión en los Tribunales, sobre todo los de carácter constitucional, en el momento de realizarse la adecuación típica. Ha de tenerse en cuenta en este sentido que, como es bien sabido, en el ámbito de la delincuencia económica los conceptos utilizados por el tipo respectivo son siempre fluidos y como regla general, necesitan de normas extrapenales para que se construya la correcta hermenéutica en cuanto a los elementos normativos. Tal examen se realizará mediante el análisis de los pocos precedentes existentes en este ámbito, tanto en España como en Brasil. Así, tratar de identificar la importancia de la determinación del bien jurídico en el uso de información privilegiada en una perspectiva instrumental, lo que resulta en consecuencias de aplicabilidad en la práctica judicial, es uno de los objetivos de este trabajo.

6. La metodología utilizada, por lo tanto, se basa en la combinación de los principios jurídicos penales que constituyen el *insider trading* en su relación con la economía –con el fin de comprender el funcionamiento del sistema, la identificación de las necesidades de su protección tanto en España como en Brasil, así como los problemas de interpretación derivados de las descripciones típicas–, plasmados en la realidad aplicativa de los tribunales, que finalmente acaban por

dar concreción al bien jurídico protegido, dando forma definitiva a la actividad legislativa.

NOMENCLATURA A SER UTILIZADA NO DECORRER DO TRABALHO.

Na área da criminalidade econômica os juristas, exercendo a função de interpretar as normas do sistema, têm necessidade de trabalhar com conceitos advindos do mercado financeiro².

Considerando a origem anglo-saxã do crime que se pretende analisar, é mister registrar que a modalidade é mundialmente conhecida como *insider trading*. Também conhecido como: *insider dealing* no Reino Unido; no direito francês como *delit des initiés*; no direito italiano como *l'abuso di informazioni privilegiate*; no direito espanhol, *delito de uso de información privilegiada* ou *uso de información relevante*, ou *delito de abuso de información privilegiada*. Para os países de língua portuguesa, denomina-se uso de informação privilegiada.

É certo que uma uniformidade terminológica está longe de ser alcançada neste segmento³, razão pela qual, no contexto do mercado de valores, para os fins jurídicos deste estudo, uso e abuso de informação privilegiada há que se ter como sinônimos, pois ambas as modalidades constituem um injusto⁴.

O *insider trading*, para o direito estadunidense, é definido, em tradução livre, como “comprar ou vender ações de um executivo corporativo ou outro *insider* (entendido como qualquer diretor de uma empresa ou pessoa que possua mais

² Para uma visão integradora das áreas do Direito, da Economia Financeira e da Contabilidade, ver: MORENO-LUQUE, Juan Manuel: “El Control de la Información Financiera de las Sociedades que cotizan en Bolsa. Primeras Observaciones a las Recomendaciones del Libro Blanco”, em *Presente y Futuro de la Información Financiera*. Gestión 2000. Barcelona: 2003, pp. 331 y s.

³ Vid. BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo: *Abuso de Informação, Manipulação do Mercado e Responsabilidade Penal das “Pessoas Colectivas”*. “Tipos Cumulativos” e Bens Jurídicos Colectivos na “Globalização”, Lisboa: 2015, p. 283.

⁴ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 346. Ver, também, QUERALT JIMÉNEZ, Joan J.: *Derecho penal español. Parte Especial. Manual de Derecho Penal*. Valencia: 2015, p. 625, o qual menciona que, diante da possibilidade se se fazer um *uso legítimo* da informação privilegiada, o que se pune é efetivamente o *abuso*.

de 10% das ações da empresa) que lucra por este acesso à informação ainda não disponível ao público”⁵.

CARLTON e FISCHER⁶ relatam que, do ponto de vista econômico, *insider trading* é a negociação envolvendo partes mais bem informadas que outras, assim, inclui todo tipo de negociação em que a informação é assimétrica, ou seja, quando uma das partes tem superioridade de informação em relação a outra. Portanto, no sentido econômico do termo, a prática do *insider trading* não é, em si, ilegal.

O sujeito ativo da conduta é conhecido como *insider* ou *iniciado*. Para o direito americano existe, ainda, uma distinção entre a pessoa que fornece a informação – denominada *tipper* – e a que recebe essa informação – conhecida como *tippee*⁷. No direito europeu é usual encontrar-se na doutrina a subdivisão entre *iniciado primário* – que fornece a informação – e *iniciado secundário* – que recebe a informação⁸. Todas as denominações serão utilizadas no texto, conforme a origem do direito que se esteja analisando.

⁵ *Law Dictionary*, 2003, p. 259.

⁶ CARLTON, Dennis W. e FISCHER, Daniel R.: “The Regulation of Insider Trading”, em *Stanford Law Review*, 1982-1983, pp. 860-861.

⁷ Colhe-se do *Black's Law Dictionary*, Thomson Reuters, 2014 os conceitos dos dois principais atores do crime de uso de informação privilegiada, a saber, em livre tradução: o *tipper* (informante), descrito como alguém que mantém uma relação de confiança com uma empresa, sobre a qual possui informações privilegiadas relevantes e que, seletivamente, revela essa informação para negociação própria ou para outros fins pessoais; o *tippee* (informado), qualificado como alguém que adquire a informação relevante ainda não tornada pública, de outrem que mantém uma relação de confiança com a empresa proprietária daquela informação.

⁸ MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Madrid, 2006, p. 23, critica essa nomenclatura porque eventualmente o denominado iniciado secundário pode transmitir a informação a um terceiro e este sucessivamente em cadeia, entendendo não ser suficiente chamar a todos de *iniciados secundários*, dada a distinta culpabilidade existente para quem recebe a informação em primeira mão e quem a recebe quando talvez nem possa mais lucrar com ela. Portanto, o autor prefere utilizar a nomenclatura *informador* e *informado*. Ver MORENO-LUQUE, Juan Manuel: “El Control de la Información Financiera de las Sociedades que cotizan en Bolsa. Primeras Observaciones a las Recomendaciones del Libro Blanco”, em *Presente y Futuro de la Información Financiera. Gestión 2000*, Barcelona: 2003, p. 373, o qual simplesmente limita o rol de participantes dos mercados de valores, conforme o grau de conhecimento, aos inversores externos, ao setor financeiro e às pessoas que integram a sociedade.

Conhecendo, ademais, as eventuais diferenças que os doutrinadores da área econômica traçam entre mercado de capitais, mercado de valores, ou mercado bursátil, salientamos que, para fins de exame da ocorrência da prática do *insider trading*, do ponto de vista jurídico-penal, não se fará distinção entre tais acepções, embora concordemos com MONROY ANTÓN, quando afirma que a expressão *mercado de valores* é mais eficaz didaticamente, assim entendido como “a parte do sistema financeiro que tem lugar principalmente nas Bolsas de Valores e que canaliza recursos para outros setores da sociedade, mediante mecanismos de emissão, colocação e negociação de valores ”⁹.

⁹ Vid. MONROY ANTÓN, *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, p. 27. No mesmo sentido, PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 77-78, ao assinalar que é o de Valores aquele que tem funcionado como autêntico mercado, pois abarca o conjunto de mercados dos ativos financeiros *negociáveis*, de amortização a médio e longo prazo. A autora, entretanto, na p. 79, conclui que sob o ponto de vista jurídico são equivalentes as expressões *mercado de capitais* e *mercado de valores*.

PRIMEIRA PARTE

EVOLUÇÃO DO *INSIDER TRADING* NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA E NA UNIÃO EUROPEIA

CAPÍTULO PRIMEIRO

EVOLUÇÃO DO *INSIDER TRADING* NOS EUA

INTRODUÇÃO

O mercado de valores teve uma conformação, ao longo da história, marcado pela máxima de que todos os que nele atuassem o fariam de forma livre e cientes das consequências de seus atos e por isso se afirmava que o mercado se autorregulava, lastreado que era na deontologia e no consequencialismo¹⁰. Esse estado de coisas funcionou adequadamente até que se sucederam crises financeiras de magnitude, responsáveis pela alteração do cenário até então existente.

Depois da quebra da bolsa norte-americana em 1929, o Congresso dos EUA aprovou o *Securities Act* (Lei de Valores Mobiliários) de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934¹¹, destinados a controlar os abusos no mercado que, se acreditava, teriam contribuído para o episódio de 1929.

O Ato de 1934 regulamentou o *insider trading* diretamente por meio da Seção 16, ao proibir: a) na alínea (a), a revelação das transações realizadas pelos *insiders*; b) na alínea (b), a obtenção de benefícios por oscilações de preços dos valores em curto período de tempo, conhecidos como lucros *short-swing* (lucros realizados em qualquer período de menos de seis meses) por *insiders* quanto a ações da própria empresa, exceto em circunstâncias muito limitadas; na alínea

¹⁰ Amplamente, vid. OVEJERO LUCAS, Félix: “Mercado Financiero, responsabilidad y soluciones globales”, em *La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, AFDUAM, n° 12, Madrid: 2012, pp. 408 e ss.

¹¹ A SEC (*Securities and Exchange Commission*) foi criada nos Estados Unidos pela *Securities Exchange Act* de 1934, tendo por função principal controlar o bom funcionamento do mercado de valores e interpretar as leis que regem a matéria no âmbito administrativo. Esse modelo serviu de inspiração para outros países na América e na Europa. Esses atos, ademais, inspiraram a criação de Comissões na Europa, como a *Commission des Opérations de Bourse* (COB) na França, *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (CONSOB) na Itália e a *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) na Espanha.

(c), a obtenção de benefícios em algumas classes de vendas, como *short sellings*¹² (venda de um ativo que não se possui, na expectativa de comprar de volta o item vendido diante de uma queda no preço, assim obtendo mais lucro) e *sellings against the box*¹³ (estratégia financeira que envolve a venda de partes iguais de ações pertencentes a um acionista, a fim de proteger o lucro ou de transferir o lucro para um exercício fiscal posterior).

A Seção 16 foi projetada para evitar a atuação como *insider trading* por aqueles com maior probabilidade de ter acesso a informações corporativas importantes. Assim, caracterizando-se como uma norma restritiva, aplica-se apenas a conselheiros ou diretores da companhia e àqueles que pretendem obter ganho superior a 10 % do capital, num curto espaço de tempo.

Indiretamente, a regulamentação do *insider*, de forma genérica, deu-se por meio da Seção 10 (b), ao tornar ilegal para qualquer pessoa usar ou empregar, quando da compra ou venda de título registrado em uma bolsa de valores nacional, artifícios enganosos ou de manipulação que infrinjam as regras e regulamentos a serem estabelecidos pela SEC.

Foi somente com o advento da Regra 10 b-5 que a proibição do *insider trading* se consolidou da forma como hoje é conhecida, dando azo a uma ampla construção jurisprudencial¹⁴.

Embora os primeiros atos de regulamentação da matéria não falassem expressamente na figura do *insider trading*, deram ensejo ao surgimento dos primeiros precedentes judiciais sobre o tema, os quais acabaram por formatar de modo minucioso o crime de *insider trading* tal qual hoje é conhecido, criando as bases desse instituto para outros sistemas legislativos, guardadas as devidas proporções

¹² *Law Dictionary*, 2003, p. 472.

¹³ *Law Dictionary*, 2003, p. 472.

¹⁴ Para implementar a Seção 10 (b), a SEC adotou a regra **10b-5** (em 1942) que, na parte relevante, estabeleceu: Será ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente (...) mediante qualquer possibilidade oferecida pelo mercado de valores nacional: (a) a utilização de qualquer dispositivo, sistema ou artifício para fraudar; (b) fazer qualquer declaração falsa de um fato relevante ou omitir a divulgação de um fato relevante necessário a evitar que uma declaração anterior resulte enganosa, à luz das circunstâncias sob a qual tal declaração se deu, ou (c) envolver-se em qualquer ato, prática, ou negociação que opera ou operaria como uma fraude ou engano a qualquer pessoa, em conexão com a compra ou venda de um título.

entre os sistemas de direito da *Civil Law* – alicerçado no princípio da legalidade - e o Anglo-saxão – alicerçado em precedentes judiciais¹⁵.

O que se pretende abordar neste capítulo, sem pretensão de exaustividade, é a evolução do instituto na legislação e nos precedentes dos EUA, procurando estabelecer dogmaticamente as Teorias construídas pelas cortes judiciais para o correto enquadramento dos fatos ocorridos no mercado de valores e que podem ser considerados ilícitos à luz das normas vigentes.

A análise que se fará dos precedentes judiciais neste apartado pretende evidenciar o fato de os EUA terem se tornado o país que mais casos investigou na área de *insider trading* ao longo da história, o que deve ser creditado à visão dos governos que se sucederam desde 1930 quanto ao fortalecimento dos órgãos de controle, fiscalização e repressão a tais práticas¹⁶.

¹⁵ Vid. GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos: “Constitución Europea y Derecho Penal: ¿Hacia un Derecho Penal Federal Europeo?”, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Barcelona: 2005, pp. 174-175, esclarecimento essencial quanto ao fato de que, embora o Direito estadunidense pertença ao sistema da *common law*, o Direito Penal federal é *statutory law*, ou seja, direito codificado, sendo vedado qualquer tipo de *Federal Criminal Common Law*. O Direito Penal federal estadunidense, como enfatiza o autor, é conhecido pela falta de uniformidade e pela dispersão pois, atualmente, existem mais de 3.000 delitos federais distribuídos em diversos diplomas legais. Ver, também, SILVA SÁNCHEZ, Jesús María: “Retos Científicos y Retos Políticos de la Ciencia del Derecho Penal”, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais* (RBCCrim), São Paulo: 2001, p. 37, o qual defende a ideia da adoção de um sistema aberto, flexível, para orientar a atividade judicial e identifica certa aproximação entre os sistemas de direito continental e de direito da *common law* - exemplificando com a crescente perda da taxatividade, as deficiências técnicas de alguns textos legais e o aumento do nível de complexidade dos problemas, que terminam por conduzir o *juiz continental* a utilizar-se de regras de imputação não como técnica de justificação de decisões, mas no contexto da resolução do caso concreto, enquanto que o *juiz da common law* deve estar atento à marcha de parcial codificação dos sistemas penais.

¹⁶ O conjunto de ações que compreende a detecção e punição de quem viola a lei é conhecido como *law enforcement* (de acordo com o *Black's Law Dictionary*).

I. CRÍTICA À PROIBIÇÃO DO *INSIDER TRADING*

O primeiro autor a escrever a respeito do *insider trading* nos EUA e considerado um dos mais importantes críticos da regulamentação existente na área, influenciando de modo significativo a forma como o tema vem sendo estudado na atualidade, é Henry Manne¹⁷.

As ideias de MANNE sobre a proposta de não regulamentar a prática do *insider trading* fomentou o surgimento de importantes Escolas de Análise Econômica do Direito (*law and economics scholarship*) nos anos 1980 e 1990¹⁸.

¹⁷ MANNE, Henry: *Insider Trading and the Stock Market*, pp. 154-6, 172-3 e 178, foi o primeiro autor a defender a moralidade do uso em proveito próprio da informação privilegiada, criticando os argumentos contrários, que atribui de “vazios”, a par de não estarem respaldados por provas científicas. Ocorre que a teoria de MANNE também não foi comprovada por estatísticas. Segundo ARROYO RODRÍGUEZ, Antonio y VAQUERO LA-FUENTE, María Esther: “La ética en el uso de la información privilegiada”, em *ICADE*, nº 64, Madrid: 2005, p. 231, o trabalho de MANNE é econômico, não ético. Ver BENY, Laura Nyantung: “Do Investors in Controlled Firms Value Insider Trading Laws? International Evidence”. *Journal of Law, Economics & Policy*, vol. 4, 2008, pp. 268-270, 291-4. A autora testou uma hipótese sobre o relacionamento entre o valor corporativo e as leis de *insider trading* em 27 países desenvolvidos, para saber se o uso de informação privilegiada aprimora ou reduz a eficiência do mercado de ações, focando a análise no impacto da regulamentação do *insider trading* no clássico conflito de interesses existente no âmbito da empresa, entre acionistas controladores e acionistas não-controladores. Explica que o impacto da regulamentação do *insider trading* nas relações internas da empresa é importante para responder ao questionamento sobre *quem* deve monitorar e regular esse tipo de conduta: o governo, via expressa proibição, ou empresas e acionistas, de forma privada. A conclusão da pesquisadora foi no sentido de que para as empresas da amostra nos países de *common law*, leis de *insider trading* e sua aplicação efetiva estão associadas positivamente com a maior valorização da empresa. Esta evidência se coaduna com a alegação de que a regulamentação do *insider trading* reduz os custos da empresa. Em contraste, a existência de uma lei de *insider trading* tem um efeito negativo (mas geralmente insignificante) para as empresas em países da *common law*. Os resultados da pesquisa sugerem que as leis de *insider trading* não são uniformemente associadas com a avaliação da empresa nos diversos países analisados, entretanto, a abordagem contratual privada do *insider trading* não é uma alternativa viável, conclui a autora, em razão dos custos de transação e da incerteza quanto à sua eficácia. Além disso, ressalta que a insignificância aparente de leis de informações privilegiadas a empresas situadas em países da *civil law* pode decorrer de negligência na execução e implementação desses diplomas legais. Logo, a resposta política adequada nesses países deve ser uma aplicação mais rigorosa da lei de *insider trading* e não sua revogação.

¹⁸ BAINBRIDGE, Stephen M.: *Insider Trading: An Overview*. Acessado no sítio <http://ssrn.com/abstract=132529>, acessado em 17/07/2015, p. 7.

Com efeito, em sua obra clássica esclarece a distinção fundamental do tema para economistas e juristas¹⁹, salientando que para os advogados, os questionamentos refletem a visão secular do problema no contexto de um processo, na arena de solução de litígios entre dois seres humanos. Assim, em sua visão, quando os advogados, juízes e professores de Direito são confrontados com questões de amplas consequências econômico-sociais, têm a tendência de abordar o tema com tais relações individuais em mente e desse modo, sua aceitação ou rejeição de uma determinada prática refletirá a sua noção de justiça da transação simplesmente do ponto de vista dos dois indivíduos envolvidos. Já para um economista, a situação raramente é uma questão de equidade na transação entre indivíduos, pois não é um especialista em questões de moralidade individual. Segundo MANNE, o economista, analisando a questão do *insider trading*, irá perguntar como todos os acionistas são afetados financeiramente pela prática, se isso resulta em uma alocação desejável de recursos, e se o retorno para o *insider* reflete um ganho de monopólio.

MANNE, assim, usando ferramentas de análise econômica, defende a prática do uso de informações privilegiadas no mercado mobiliário, afirmando que o *insider trading* tem capacidade de gerar benefícios substanciais sem causar danos substanciais²⁰. Para tanto, utiliza-se de três argumentos básicos, a saber: a) não há teoria coerente explicando a regulação do *insider trading*; b) a prática do *insider trading* não acarreta significativo prejuízo aos investidores corporativos; c) o uso de informação privilegiada para negociar ações constitui o mais apropriado dispositivo de compensação dos empresários nas grandes corporações²¹.

¹⁹ MANNE, Henry: *Insider Trading and the Stock Market*, p. 2.

²⁰ BAJO FERNÁNDEZ, Miguel: “Uso de Información Privilegiada”, em *Cuadernos de Derecho Judicial: Empresa y Derecho Penal II*. Madrid: 1999, pp. 126-128. Na doutrina espanhola, o autor posiciona-se contrariamente à penalização do uso de informação privilegiada, afirmando ser suficiente o delito relativo ao funcionário público, que está previsto no artigo 442 do Código Penal espanhol, bem como as sanções administrativas da LMV. Entende que as sanções penais nessa área são excessivas, carecem de sentido e distorcem a construção penal do bem jurídico, além de superar o limite do princípio da intervenção mínima.

²¹ MANNE, Henry: *Insider Trading and the Stock Market*, pp. 134-137, 141 e 163, chega ao ponto de afirmar que os administradores que geram a informação relevante acabam por agregar valor às ações da empresa e por isso, fariam jus a uma remuneração extraordinária, a par do salário e dos bônus, que os estimule a gerar novas informações relevantes, com potencial de lucro para a empresa.

De modo geral, na área econômica costuma-se evitar um excesso de regulamentação que possa abalar a rapidez e a eficácia da atuação dos profissionais que operam no ramo²², subsistindo a ideia motriz de Manne²³, de que o mercado deve se autogerir para a maioria das situações, devendo regulamentar-se, tão somente, as hipóteses em que há fraude, com geração de danos ao mercado²⁴.

WAGNER²⁵ esclarece que muitos dos argumentos contrários à regulação do *insider trading* podem ser atribuídos à Escola de análise econômica do Direito da Universidade de Chicago (*law and economics scholarship*) que sustenta, essencialmente, uma análise de custo-benefício derivada da teoria utilitarista. Do ponto de vista utilitarista, o *insider trading* deveria ser proibido apenas se os custos desse tipo de ocorrência prevalecerem sobre os lucros.

Dois são os principais argumentos da teoria utilitarista contra a proibição do *insider trading*:

a) o **argumento da confiança** - segundo o qual o *insider trading* afeta a confiança dos investidores e, por sua vez, os tipos de investimentos por esses realizados. Essa reflexão é refutada porque se afirma que a manutenção da proibição do *insider trading* não nivela o campo de jogo, mas o inclina em direção aos profissionais de investimento, que aumentarão seus lucros por serem os mais bem informados no mercado, depois do próprio *insider*²⁶.

b) o **argumento da propriedade** – ideia pela qual o *insider trading* pratica uma forma de furto porque viola um interesse de propriedade sobre a informação relevante. Essa alegação é rechaçada por não enfrentar o risco de altos funcionários da administração utilizarem sua posição de forma que poderiam pre-

²² Vid. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*. Valencia: 1997, p. 167.

²³ MANNE, Henry: *Insider Trading and the Stock Market*, pp. 48 e ss.

²⁴ Vid. WANG, William K. S.: “Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: who is harmed, and who can sue whom under SEC Rule 10b-5?”, em *Southern California Law Review*, 1981, p. 1229, destaca que somente se justifica punir a conduta que provoca danos aos indivíduos, considerando de menor importância o debate sobre os danos causados à sociedade pela conduta do *insider*.

²⁵ WAGNER, Robert E.: “Gordon Gekko to the Rescue?: Insider Trading as a tool to combat accounting fraud”, em *University of Cincinnati Law Review*, 2010, p. 998.

²⁶ WAGNER, Robert E.: *op. cit.*, p. 998.

judicar a empresa afirmativamente, tornando-os ricos com a prática de *short-selling*²⁷.

Há autores que sustentam a legalização de uma *válvula de escape* inibidora da fraude do *insider trading*²⁸. Essa proposição visa a aumentar a proteção dos investidores e de outros membros da sociedade em geral, consentindo com a negociação de uma informação privilegiada, desde que não exista fraude, mediante a satisfação dos seguintes elementos: a) a negociação é baseada em uma informação negativa da empresa e provavelmente irá reduzir o preço das ações, caso seja revelada; b) a negociação é realizada em nome de um indivíduo que será financeiramente atingido pela redução do valor das ações - de modo pessoal ou a alguém de sua família -, limitada apenas às ações que já possua; c) o indivíduo tem a capacidade de impedir a liberação das informações ou a liberação de informações distorcidas ao público, pois o objetivo da proposta é evitar danos à empresa; d) a pessoa em questão não deve ter cometido nenhuma atividade fraudulenta antes de recorrer a essa alternativa. Esse segmento da doutrina afirma que a adoção da proposta de inibição da fraude do *insider trading* não afeta as regulações existentes sobre o tema²⁹.

Para implementar tal proposta, este segmento da doutrina sugere que o Congresso dos E.U.A. promova alteração no *Securities Exchange Act*, especificamente no §10b, para deixar claro que a comercialização de ações realizada em conformidade com a proposta inibidora da fraude no *insider trading* não deveria ser investigada ou criminalizada. Em paralelo, essa proposta descriminalizadora sina-

²⁷ A prática financeira de *short-selling* pode ser traduzida como *venda a descoberto*, pela qual há a venda de um ativo financeiro ou derivativo – seguros, *commodities* ou divisas - que não está em poder do vendedor, mas que esse pretende comprar de volta em seguida, a um baixo preço e assim, obter lucro (*Law Dictionary*, United States: 2003).

²⁸ WAGNER, Robert E.: “Gordon Gekko to the Rescue?: Insider Trading as a tool to combat accounting fraud”, em *University of Cincinnati Law Review*, 2010, p. 983, denomina *fraud-inhibiting insider trading*.

²⁹ WAGNER, Robert E.: op. cit., p. 984, justifica que ainda é aplicável o §16 do Ato da Bolsa de Valores, segundo o qual os *insiders* devem informar a SEC sobre os títulos que detêm dez dias depois de se tornarem *insider* (altos executivos, diretores, ou proprietários de 10% ou mais das ações da empresa) e devem reportar à SEC e divulgar no sítio eletrônico da empresa qualquer mudança no seu controle acionário, até dois dias após as transações eletrônicas terem sido realizadas. Além disso, refere que as proibições do §16, relativamente às negociações de compra e venda de ações, devem ser aplicáveis na prevenção das vendas a descoberto por *insiders* – limitando a duas transações dentro de um período de seis meses.

liza que os Tribunais, desde já, poderiam pôr fim às acusações de *insider trading* em curso, que preencham os requisitos já elencados, com o argumento de que, sob tais circunstâncias, a conduta não se amolda à Regra 10b-5. Por outro lado, também sustentam que a modificação implementada pelo §21(d) (5) do *Sarbanes-Oxley Act* – o qual autoriza as Cortes federais a *conceder qualquer reparação justa que seja apropriada e necessária para o benefício dos investidores* – já possibilita aos tribunais interpretar as condições de inibição da fraude no *insider trading* como *apropriadas e necessárias* para o benefício dos investidores, encerrando as acusações em curso.

Afinal, justificam que no sistema da *Common Law* as Cortes têm definido os contornos do crime de uso de informação privilegiada ao longo dos anos, estabelecendo quais comportamentos se amoldam à Regra 10b-5, logo, seria possível ao Poder Judiciário acolher essa exceção à caracterização do *insider trading*, antes mesmo de que sobrevenha qualquer alteração legislativa ou de regulação da SEC a respeito³⁰.

³⁰ WAGNER, Robert E.: “Gordon Gekko to the Rescue?: Insider Trading as a tool to combat accounting fraud”, em *University of Cincinnati Law Review*, 2010, pp. 1014-1015.

II. POSIÇÃO INTERMEDIÁRIA À REGULAMENTAÇÃO

HADOCK e MACEY³¹ adaptaram os gráficos existentes no livro de MANNE, e defendem a existência de um meio termo entre aqueles que afirmam que o *insider trading* sempre provoca danos ao mercado, e os que sustentam que é um instituto sempre benéfico aos acionistas, pois concluíram que tudo depende do perfil desses. Assim, sob essa ótica, a proibição legal absoluta do *insider trading* termina por impedir que os acionistas cheguem a acordos de compensação com os gestores de sua empresa – e o acordo poderia ser proveitoso para ambos os lados.

Portanto, na visão de HADOCK e MACEY, a menos que os acionistas se beneficiem de alguma forma com a proibição de os *insiders* negociarem, eles preferirão permitir tal negociação, desde que os *insiders* compartilhem os ganhos obtidos, na forma de taxas mais baixas para *insiders*-gestores.

JENSEN e MECKLING³², nesse contexto, definem o relacionamento de empresa (*agency relationship* ou *agency theory*) como um contrato sob o qual os acionistas/proprietários contratam administradores para desempenhar algum serviço em seu favor, sempre mediante delegação de alguma decisão. Uma vez que a especificação dos direitos é geralmente efetuada por meio da contratação, o comportamento individual nas empresas, incluindo o comportamento dos gestores, vai depender da natureza destes contratos. É natural que existam conflitos de interesse nesse relacionamento de empresa, pois há razões para crer que nem sempre o gestor/administrador – que pretende conduzir a empresa de forma a torná-la forte e competitiva - agirá de acordo com a conveniência do proprietário/acionista – que sempre quer maximizar lucros.

Via governança corporativa, entretanto, o proprietário/acionista pode direcionar a atuação do gestor conforme seu interesse, por meio da criação de incentivos adequados a esse, bem como do dispêndio em custos para fiscalizar as atividades deste (mediante, por exemplo, restrições orçamentárias, políticas de

³¹ HADDOCK, David D. e MACEY, Jonhathan R.: “A Coasian model of Insider Trading”, em *Northwestern University Law Review*, vol. 80, nº 6, 1985-1986, pp. 1449, 1452-1454 e 1468.

³² JENSEN e MECKLING: “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structures”, em *Journal of Financial Economics*, Volume 3, outubro de 1976, pp. 307-8.

compensação ou regras de funcionamento previamente estabelecidas). Esse monitoramento permanente gera custos, conhecidos como *custos de agência* (*agency costs*), que também são considerados na análise da proposição intermediária à regulamentação do *insider trading*. Além disso, em algumas situações, o proprietário/acionista remunerará bem o gestor para garantir que este não tome decisões que possam lhe causar danos.

Esta proposição leva em conta principalmente as consequências econômicas advindas da regulamentação do *insider trading* em determinadas circunstâncias. A Teoria da Agência, portanto, entende a conduta do *insider* como uma forma de compensação pelos serviços prestados por este ao administrador da empresa.

Afinal, o colapso de grandes corporações não prejudica apenas os investidores, mas também os inocentes empregados, pequenos fornecedores, comunidades locais e organizações filantrópicas³³. Assim, a doutrina estadunidense identifica três alternativas, como regra, para o administrador que percebe um problema com a possível queda na avaliação de sua empresa, mediante a iminência de divulgar uma informação relevante negativa: a) não fazer nada e ser devastado financeiramente; b) cometer o crime de *insider trading* e potencialmente ainda acabar financeiramente destruído, caso venha a ser descoberto; c) realizar fraude contábil na esperança de que circunstâncias fortuitas resolverão a situação³⁴.

Essa preocupação oriunda na área econômica, embora relevante e muito bem fundamentada, não foi levada em consideração pelo governo americano, que regulamentou a área de forma bastante contundente, inclusive sob o aspecto da fiscalização - que ficou aos cuidados de uma agência devidamente estruturada e com poderes punitivos -, de forma a não deixar dúvidas quanto à proibição de negociar valores no mercado com base em informação privilegiada ainda não tornada pública.

³³ WAGNER, Robert E.: "Gordon Gekko to the Rescue?: Insider Trading as a tool to combat accounting fraud", em *University of Cincinnati Law Review*, 2010, p. 980.

³⁴ WAGNER, Robert E.: *op. cit.*, pp. 982-983.

III. A REGULAMENTAÇÃO DO *INSIDER TRADING* NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA

Relevante destacar que o uso mais expressivo de informação privilegiada no mercado de ações identifica-se, no contexto histórico, com o surgimento do fenômeno da dissociação entre a propriedade e as atividades típicas de gestão das grandes empresas constituídas sob a forma de sociedades anônimas, nas quais há, segundo CANCIO MELIÁ, uma atomização pronunciada da propriedade (mediante a divisão em títulos) que evidencia a responsabilidade dos gestores dessas empresas³⁵.

Efetivamente, quando o controle da empresa deixou de estar na mão do sócio majoritário, passou-se a contratar administradores profissionais e, diante da fragmentação da propriedade da empresa então partilhada entre investidores, tornou-se evidente a preocupação com o eventual uso desleal da informação privilegiada por parte dos sócios majoritários ou dos administradores – efetivos controladores de direito da empresa³⁶⁻³⁷.

³⁵ Cfr. CANCIO MELIÁ, Manuel: *Algunas reflexiones sobre el alcance típico del art. 258 del CP colombiano* - Dictamen en Derecho solicitado por el Sr. Prof. D. Yesid Reyes Alvarado, Madrid: 2009, p. 3. Vid. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 97, os quais afirmam que o afastamento entre propriedade e gestão, potencializado na existência das sociedades anônimas, foi sobremaneira ampliado ao longo das décadas com o surgimento dos fundos de pensões e dos fundos de investimento, bem como pela dispersão do capital.

³⁶ Vid. MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: 2005, p.122.

³⁷ Impende registrar que modernamente a figura do Controlador não deve mais ser identificada apenas com o sócio majoritário da empresa moderna, mas sim com aquela pessoa ou grupo de pessoas (acionistas) que efetivamente exerce de fato o poder de controle sobre determinada empresa. No Brasil, segundo relata ULHOA COELHO, em *Curso de Direito Comercial*, pp. 276-277, há predomínio das sociedades de controle totalitário – nas quais todos os acionistas exercem poder sobre os rumos da sociedade –, identificam-se poucos casos de controle minoritário e não há casos de se encontrar o controle na mão de administradores profissionais – que não possuem poder acionário. Vid., amplamente, a respeito dos controladores, COUTO E SILVA, Clóvis V. do: “Grupo de Sociedades”, em *Revista dos Tribunais*, vol. 647, São Paulo: 1989, pp 7-22. Quanto à conceituação de sócio majoritário, remete-se a FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, pp. 77-78, para os quais “o sócio majoritário é aquele que detém uma

Com o intuito de coibir condutas consideradas antiéticas dos administradores e buscando proteger os investidores, a legislação americana instituiu os deveres de diligência – pelo qual o administrador deve cuidar do negócio alheio como se fosse próprio – e deveres de lealdade - que proíbem o administrador de obter vantagens pessoais ou para terceiros em razão da função que desempenha, devendo primar pelos interesses da empresa³⁸.

As regras antifraude nos EUA eram de fácil aplicação ao *insider* corporativo que, de posse de informações privilegiadas, negociava sigilosamente ações da empresa a que pertencia. Contudo, as disposições da Seção 10 (b) e Regra 10b - 5 do *Securities Exchange Act*³⁹, que também tutelavam a figura da atuação como

participação relevante (cuja composição pode variar de acordo com vários factos, por exemplo, se o capital social se encontra muito disperso ou, ao invés, concentrado em poucos accionistas) têm inegavelmente a possibilidade (pelo menos de facto) de conhecer antecipadamente, designadamente através de contatos informais com o órgão de administração, informações ainda não divulgadas e idóneas a influenciar o curso dos títulos”.

³⁸ Vid. MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, p. 123. Ver, ainda, quanto à impossibilidade da quebra do dever de lealdade caracterizar violação da regra 10b - 5, a análise do caso *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462 (1977), em HARNED, Barbara Ann: “Securities Fraud – “Fraud” Proscribed by SEC Rule 10B-5 does not encompass breaches of fiduciary duty when full disclosure is made - *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462 (1977)”, em *Seton Hall Law Review*, 1976/1977. A autora analisa esse precedente da década de 1970 e conclui sobre a ausência de legislação federal nos EUA que estabeleça padrões mínimos de condutas que possam caracterizar a violação ao dever de lealdade dos acionistas majoritários em relação aos minoritários. Segundo o precedente, se uma transação é aprovada pela maioria dos acionistas, em prejuízo dos acionistas minoritários, a esses caberia tão somente buscar nas instâncias estaduais reparação por danos em razão da quebra do dever de lealdade. Assim, no caso concreto, entendeu a Corte inexistir violação ao dever de lealdade que caracterize fraude a ser processada com base na regra 10b-5, pois essa somente ocorreria se houvesse uma declaração falsa ou a falta de divulgação de fato relevante. Ver, também, os comentários de WANG, William K. S.: “Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: who is harmed, and who can sue whom under SEC Rule 10b- 5?”, em *Southern California Law Review*, 1981, p. 1254, sobre o mesmo precedente, ao afirmar que a legislação não é clara e dá margem a dúvidas de interpretação para enquadrar civil ou criminalmente a conduta na Regra 10b- 5.

³⁹ QUINN, “The Misappropriation Theory of Insider Trading in the Supreme Court: a (Brief) response to the (many) critics of *United States v. O’Hagan*”, em *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2003, p. 888, analisando o teor da regulamentação da SEC (17 C.F.R. § 240.10b5-2 (2000)) esclarece que o dever de manter a informação confidencial, nos termos da teoria da apropriação indevida de informação privilegiada, existe nas seguintes situações:

“(1) Whenever a person agrees to maintain information in confidence;

insider trading por um *corporate outsider*⁴⁰, eram de difícil visualização e interpretação.

Segundo a construção jurisprudencial americana, o *insider trading* deve ser entendido como o ato de compra ou venda de títulos de uma empresa no mercado de valores, com base na utilização de informação relevante sobre essa empresa, ainda não tornada pública. Há matizações nesse conceito, contudo, como será visto na sequência, com a evolução dos precedentes jurisprudenciais.

A regulação do *insider trading* é apontada por alguns como o que de mais próximo os Estados Unidos possuem de uma lei federal criminal, criada no sistema da *common law*⁴¹.

Em 1961, no caso *Cady Roberts & Co.* – considerado o marco que deu início à moderna proibição do *insider trading*⁴², e é denominado *primeiro movimento* no sentido de estabelecer um processo federal para análise do *insider trading* com enquadramento na Regra 10b-5⁴³ -, a SEC⁴⁴ considerou que os deveres do

(2) Whenever the person communicating the material nonpublic information and the person to whom it is communicated have a history, pattern, or practice of sharing confidences, such that the recipient of the information knows or reasonably should know that the person communicating the material nonpublic information expects that the recipient will maintain its confidentiality; or

(3) Whenever a person receives or obtains material nonpublic information from his or her spouse, parent, child, or sibling; provided, however, that the person receiving or obtaining the information may demonstrate that no duty of trust or confidence existed with respect to the information, by establishing that he or she neither knew nor reasonably should have known that the person who was the source of the information expected that the person would keep the information confidential, because of the parties' history, pattern, or practice of sharing and maintaining confidences, and because there was no agreement or understanding to maintain the confidentiality of the information”.

⁴⁰ STEINBERG, Marc I.: “Insider Trading Regulation – A Comparative Analysis”, em *The International Lawyer*, 2003, p. 156, reforça a ideia de que os *outsiders* (*tippees*) são aquelas pessoas que não possuem um dever de confiança em relação àqueles que estão no lado oposto de uma determinada transação.

⁴¹ WAGNER, Robert E.: “Gordon Gekko to the Rescue?: Insider Trading as a tool to combat accounting fraud”, em *University of Cincinnati Law Review*, 2010, p. 984.

⁴² Vid. WAGNER, Robert E.: *op. cit.*, p. 985.

⁴³ Cfr. THOMPSON, Robert B.: “Insider Trading, Investor Harm, and Executive Compensation. Case Western Reserve”, em *Law Review*, 1999-2000, p. 293.

insider corporativo deveriam ser aplicados aos *outsiders*, em determinadas circunstâncias. A partir do enquadramento dado ao caso por violação à regra 10b-5, já aludida, estabeleceu-se o que se tornou conhecido como *disclose or abstain rule*, pela qual um *insider*, tendo conhecimento de uma informação ainda não tornada pública, deve divulgá-la antes de negociar ou, se a publicação for imprópria ou momentaneamente impossível, deve se abster de negociar as ações da empresa. Essa máxima surgida da interpretação judicial dada à Regra 10b-5 da Seção 10(b) acabou por operar a completa proibição da negociação de informação relevante da empresa. A proibição absoluta dividiu a doutrina americana de juristas e economistas, pois, a par da larga maioria dos que a apoiam⁴⁵, há os que defendem um modelo de total liberdade de negociação desse tipo de informação – como já se viu - e ainda há os que propõem uma flexibilização interpretativa, de modo a permitir o uso do *insider trading* sempre que houver benefício para a própria companhia e seus acionistas⁴⁶.

Anos mais tarde, no caso SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., uma Corte de Federal de apelação (*the Second Circuit Court of Appeals*)⁴⁷ adotou o entendimento já sedimentado pela SEC no caso Cady, afirmando que qualquer pessoa na posse de informação privilegiada é obrigada a divulgá-la ao público ou deve se abster de negociar, pois a ninguém deve ser permitida a negociação de ações beneficiando-se

⁴⁴ 40 SEC 907 (1961), acessado em 12/07/2015, no sítio eletrônico http://www.sechistorical.org/http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rack-cdn.com/collection/papers/1960/1961_1108_CadyRoberts.pdf).

⁴⁵ Por todos, DENT JR., George W.: “Why legalized Insider Trading would be a disaster”. *Delaware Journal of Corporate Law*, 2013, p. 273.

⁴⁶ Vid. CARLTON, Dennis W. e FISCHER, Daniel R.: “The Regulation of Insider Trading”, em *Stanford Law Review*, 1982-1983, p. 885.

⁴⁷ SEC v Texas Gulf Sulphur, 401 F. 2d 833 (2nd Circuit, 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969). A importância desse julgamento foi a construção do conceito de *informação relevante (material information)* que, segundo a Corte, deve ser entendida como aquela que poderia ser considerada importante por uma *pessoa razoável*, no momento de tomar uma decisão quanto ao investimento ou negociação a ser realizada no mercado de valores. Assim, deve haver uma *probabilidade substancial* de que um *acionista razoável* considere a informação importante para tomar sua decisão de investir.

do uso de uma informação privilegiada, sob pena de agir em fraude aos demais compradores e vendedores do mercado⁴⁸.

Na evolução histórica do mercado norte-americano, os anos 1980 foram marcados por escândalos financeiros que pressionaram a revisão da regulação do *insider trading*⁴⁹ e levaram os tribunais a impor limites quanto ao alcance da Seção 10 (b) e da Regra 10b -5. Assim, no caso *Chiarella v. United States*⁵⁰ - denominado *segundo movimento*, que evoluiu para a teoria dos direitos de propriedade⁵¹ - rejeitou-se a paridade de informações para colocar o foco no comportamento fraudulento do *insider* e na aplicação do conceito de responsabilidade civil no que se refere à fraude⁵². A partir desse precedente a Suprema Corte americana entendeu que o dever de se abster de negociar quando se está diante de uma informação relevante não provém da simples posse dessa informação, mas sim de uma *relação*

⁴⁸ SEC v Texas Gulf Sulphur, 401 F. 2d 833 (2nd Circuit, 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969). Em 1959, agentes e geólogos do Texas Gulf Sulphur (TGS) descobriram evidências de um grande depósito de minério estimado em US\$ 2 bilhões. A TGS ordenou os funcionários da empresa a manter a descoberta e análise em segredo e, ato contínuo, começou a adquirir os direitos sobre a terra deste imenso depósito de minério. Em 16 de abril de 1964, depois de ter previamente negado rumores do que havia sido encontrado, os funcionários da empresa anunciaram a descoberta em uma grande conferência de imprensa.

⁴⁹ O'CONNOR, Marleen A.: "Toward a more efficient deterrence of insider trading: the repeal of section 16 (b)", em *Fordham Law Review*, 1989-1990, p. 380.

⁵⁰ *Chiarella*, 445 U.S., at 224-237. O caso dizia respeito a um acusado que foi empregado de uma empresa de impressão financeira e que, nessa condição, começou a identificar nos documentos em que trabalhava quais as empresas que seriam alvo de aquisição ou fusão. Assim, ele usou a informação para comprar ações dessas companhias antes que a informação de aquisição ou fusão se tornasse pública e os preços subissem, até que posteriormente vendeu as ações com grande margem de lucro. A Suprema Corte anulou a condenação explicando que a regra 10b-5 deve ser aplicada quando há *fraude*, sendo que o silêncio e posterior comercialização das ações por parte do aludido empregado somente poderia ser considerado fraudulento se ele tivesse a *obrigação de revelar o que sabia*, o que não ocorreu no caso. Com respeito à carga de apropriação indevida da informação relevante, a Suprema Corte validou a teoria fundada na proteção à integridade dos mercados de valores mobiliários contra os abusos praticados por pessoas externas a uma companhia, as quais têm acesso a informações confidenciais que podem afetar o preço das ações da empresa quando revelado, mas que não possuem dever fiduciário para com os acionistas dessa empresa.

⁵¹ THOMPSON, Robert B: "Insider Trading, Investor Harm, and Executive Compensation" em *Case Western Reserve Law Review*, 1999-2000, p. 293.

⁵² WAGNER, Robert E.: "Gordon Gekko to the Rescue?: Insider Trading as a tool to combat accounting fraud", em *University of Cincinnati Law Review*, 2010, p. 988.

de confiança que se estabelece entre o *insider* e quem teria sofrido prejuízo com essa transação⁵³.

Após o caso Chiarella, em uma aparente tentativa de evitar algumas das exigências impostas pelo tribunal, a SEC adotou a regra 14e-3, a qual aborda situações que lidam com ofertas públicas, impondo o dever de *divulgar ou se abster* – que acabava de ser rejeitado pela Corte Suprema –, porém limitado ao contexto de oferta pública de aquisição e assim, atendendo parcialmente o que fora decidido pelo tribunal.

Três anos mais tarde, no caso *Dirk v. SEC*⁵⁴, a Corte reconheceu a ideia de *informação* como sinônimo de *mercadoria*, conceito que levou vários juristas a concluir que a regulação do *insider trading* está baseada nos direitos de propriedade. Entendeu a Corte, no caso concreto, que a empresa não tem interesse legítimo de propriedade na não divulgação de informação corporativa sobre a ocorrência de

⁵³ Cfr. BARTALENA, Andrea: *L'Abuso di Informazioni Privilegiate*, Milano: 1989, pp. 6-7, refere que, em razão do anonimato que caracteriza esse tipo de operação em bolsa, é difícil individuar o prejuízo econômico suportado pela empresa.

⁵⁴ 463 U.S. 646-667 (1983). Neste caso, o réu era um analista de seguros e recebeu informação de um *insider* de que a empresa estava envolvida em fraude. O Wall Street Journal e a SEC haviam repetidamente noticiado sobre essa atividade fraudulenta, sem resposta. O analista informou seus clientes sobre a fraude, os quais venderam suas ações da companhia, o que levou a uma investigação e divulgação pública das práticas fraudulentas. Ao mesmo tempo em que agradeceu ao acusado por tornar pública a existência da fraude, impedindo que isso destruísse a vida de diversos investidores, a SEC o investigou e puniu por violação à Regra 10b-5. Essa decisão foi revertida pela Suprema Corte, que declarou que qualquer responsabilidade advinda de quem recebeu a informação privilegiada sobre *fato relevante* (na condição de um *tippee*) deve ter por pressuposto a existência de uma relação prévia com quem divulgou a informação, e este último deve ser alguém que possui dever fiduciário em relação à empresa. Além disso, assentou a Suprema Corte que se há a violação de um dever, isso depende, em parte, do objetivo da divulgação, pois se não trouxe um *benefício* para quem a divulga, o dever não se considera violado. Como no caso analisado a intenção do *insider* era de tornar pública a existência da fraude, a Suprema Corte entendeu que o analista nada ganhou com a divulgação da informação. Assim, o eventual reconhecimento de um direito de propriedade sobre essa informação de existência de fraude, teria permitido à empresa prosseguir com as atividades ilícitas. A Corte, portanto, afirmou que um *tippee* possui dever fiduciário em relação aos acionistas de uma empresa - situação em que lhe é vedada a negociação fazendo uso da informação sigilosa -, somente na hipótese em que o *tipper* tenha quebrado seu dever fiduciário em relação aos acionistas, ao divulgar a aludida informação ao *tippee*, e sempre que este tenha ciência sobre a quebra na relação de confiança do *tipper*.

fraude interna e desse modo, inexistente violação de dever nessa espécie de divulgação⁵⁵.

Na sequência do julgamento desses dois casos sobreveio a adoção do Ato de 1984 (*Insider Trading Sanctions Act of 1984*), pelo qual foram estabelecidas sanções civis e aumentadas as penas ao *insider* pela prática de crime, e o Ato de 1988, que é conhecido como *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*, que difundiu as práticas preventivas ao *insider trading*, impondo a corretores e analistas financeiros o dever de agir de forma ética no mercado⁵⁶, definindo a compartimentalização das instituições financeiras de forma a impedir que a informação sigilosa circule de uma área a outra da mesma instituição, além de prever pesadas penas de multa a pessoas físicas e jurídicas.

O terceiro momento da moderna jurisprudência da Suprema Corte⁵⁷ surgiu com o julgamento do caso *United States v. O'Hagan*⁵⁸, ocasião em que a

⁵⁵ WAGNER, Robert E.: op. Cit., p. 989, afirma que o entendimento formado nos tribunais sobre a relevância de se considerar a *informação* como um bem a ser protegido, vem expresso com maestria no corpo do julgamento do caso *United States v. Chestman*, 947 F.2d 551, 56-577 (2d. Cir. 1991), cert. Denied, 503 U.S. 1004 (1992): “Information is perhaps the most precious commodity in commercial markets. It is expensive to produce, and, because it involves facts and ideas that can be easily photocopied or carried in one's head, there is a ubiquitous risk that those who pay to produce information will see others reap the profit from it. Where the profit from an activity is likely to be diverted, investment in that activity will decline. If the law fails to protect property rights in commercial information, therefore, less will be invested in generating such information”, que, numa tradução livre, poderia ser lido como “A informação é, talvez, o bem mais precioso nos mercados comerciais. É cara de se produzir, e, porque envolve fatos e ideias que podem ser facilmente fotocopiados ou transportados na cabeça de alguém, há um risco onipresente de que aqueles que pagam para produzir informação verão outros lucrando com isso. Onde o lucro de uma atividade é suscetível de ser desviado, menor será o investimento em tal atividade. Se a lei falha em proteger os direitos de propriedade no que se refere às informações comerciais, portanto, menos será investido na geração de tais informações”.

⁵⁶ Vid. WANG, William K. S.: “Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: who is harmed, and who can sue whom under SEC Rule 10b-5?”, em *Southern California Law Review*, 1981, p. 1224, afirma que a Regra 10b-5 é uma arma imperfeita contra o insider trading, em razão dos requisitos restritivos que impõe ao reconhecimento da fraude.

⁵⁷ THOMPSON, Robert B.: “Insider Trading, Investor Harm, and Executive Compensation” em *Case Western Reserve Law Review*, 1999-2000, p. 295, denomina este como o *terceiro movimento*, que significou um retorno aos princípios mais amplos.

⁵⁸ O'Hagan, 521 U.S. at 647-653 (1997). O caso trata de um acusado que era parceiro de um escritório de advogados que haviam sido contratados pelo cliente Grand Met para a possível aquisição da Pillsbury Company. O acusado tomou conhecimento dos planos de aquisição em

Corte se afastou da teoria construída no caso Chiarella para acerrar-se da *misappropriation theory*, fundamentada na proposta que anima o Exchange Act, qual seja, a de *garantir mercados de valores mobiliários honestos* e de *promover a confiança dos investidores*. A Corte baseou-se no dano à confiança dos investidores e na consequente redução do investimento, bem como no impacto geral da participação no mercado. Desse modo, reconheceu que as informações sobre um *fato relevante não tornado público*⁵⁹ pertencem à empresa e se qualificam como *propriedade*

razão da parceria que mantinha com o escritório e comprou grande quantidade de ações da Pillsbury. Quando o plano de aquisição foi tornado público, o preço das ações da Pillsbury aumentou e o acusado vendeu suas ações com um grande lucro. Sobreveio a condenação por violação à Regra 10b-5, com base na *misappropriation theory*, uma teoria baseada no entendimento de que uma pessoa que usa informação confidencial de uma forma equivocada para comprar ou vender ações é culpada de *fraude no mercado mobiliário*, porquanto essa apropriação se dá em violação de um dever pertencente à pessoa que forneceu a informação (fonte da informação), ampliando a visão tradicional americana do que constitui a culpa no *insider trading*. Em vez de olhar apenas para pessoas que negociam ações de sua empresa com base em informações das quais se apropriaram indevidamente, a teoria se estende para aqueles que usam tal conhecimento para lucrar em qualquer companhia. Ver, a respeito da imposição de responsabilidade civil e penal em razão da aplicação da *misappropriation theory*, WANG, William K. S.: “Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: who is harmed, and who can sue whom under SEC Rule 10b- 5?”, em *Southern California Law Review*, 1981, pp. 1294-5.

⁵⁹ No original, *material non-public information*, que se houve por bem traduzir como *fato relevante ainda não tornado público*. O fato relevante (*material information*) deve ser entendido como qualquer informação sobre a empresa ou seus produtos, que pode mudar o valor dos títulos desta no mercado quando se tornar pública. O *Black's Law Dictionary* destaca que em um mercado “eficiente” *materiality* deve ser traduzida como *informação que altera o preço das ações de uma empresa* e que, portanto, o conhecimento acerca de tal informação seria importante para a decisão de investimento de um investidor ‘razoável’. Exemplos comuns de informações relevantes são os pedidos de falência, alteração no conselho de administração da empresa, mudança na empresa que realiza a contabilidade pública, revisão nas demonstrações financeiras. Ver BOYLE, Brian J.: “Issues in The Third Circuit – Bright-line rules and inefficient markets: The Third Circuit’s 10b -5 Materiality Doctrine is ripe for revision”, em *Villanova Law Review*, vol. 57, 2012, p. 683 e ss., a análise dos precedents americanos sobre o conceito de *material information*; Vid., também, CRIMMINS, “Insider Trading: Where is the line?”, em *Columbia Business Law Review*, 2013, p. 341, o qual destaca que a informação é relevante apenas se houver uma probabilidade substancial que a divulgação do fato omitido tenha sido vista pelo *mix total* de informação disponibilizada; HORWICH, Allan: “An Inquiry into the Perception of Materiality as an Element of Scienter Under SEC Rule 10b-5”, em *The Business Lawyer*, 2011, p. 12, analisou vários precedentes das Cortes americanas e compilou alguns contextos em que se identificou *material information*, em casos envolvendo: risco de ativos de propriedade de uma empresa financeira, potencial reestruturação societária, obtenção de um possível financiamento, planos de expulsão de um membro do conselho de administração, planos de construção de uma nova unidade fabril e realização de um novo contrato de venda.

de dessa, afirmando, também, que a negociação mediante a obtenção de informações privilegiadas prejudica os investidores⁶⁰.

Essa teoria, como se vê, surgiu da constatação prática de que poderia haver um *aproveitamento ilegítimo* da informação relevante por pessoas que não faziam parte do círculo direto de confiança dos agentes mais próximos ao círculo em que a informação foi gerada, na órbita da empresa emitente. Diante desse cenário, havia somente duas alternativas: ou o alargamento da regra *disclose or abstain* às relações denominadas de ‘quase confiança’, ou a busca de um fundamento distinto para a vedação ao *insider trading*, baseada na propriedade da informação⁶¹. Vingou esta última, que identifica um ato de apropriação indevida da informação por parte do *insider*, caracterizando a existência de dano à empresa emitente na qual este trabalha, colocando-a como vítima da violação ao direito de propriedade existente sobre a informação.

Alguns anos depois da decisão no caso O’Hagan, a SEC editou outras normas federais (Regras 10 b5-1 e 10 b5-2, no ano 2000) com o escopo de esclarecer algumas lacunas de *insider trading* que haviam sido objeto de críticas por parte

⁶⁰ QUINN, Randall W.: “The Misappropriation Theory of Insider Trading in the Supreme Court: a (Brief) response to the (many) critics of United States v. O’Hagan”, em *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2003, p. 867-880 e 895, analisa as críticas doutrinárias a essa decisão, destacando, de forma compilada, as principais falhas apontadas pela doutrina: a Corte fez uma leitura equivocada dos seus precedentes; a Corte deixou muitas perguntas sem resposta; o julgado criou brechas ilógicas no esquema regulatório do *insider trading* e estendeu o alcance da regulamentação federal muito além do necessário. O autor discorda das críticas formuladas por esse segmento da doutrina, entendendo que a Suprema Corte, a partir desse julgamento, resolveu uma questão importante quanto ao alcance da proibição do *insider trading*, nos termos das disposições antifraude das leis federais de valores mobiliários. Pontua que, de acordo com a teoria da apropriação indevida de informação privilegiada, a responsabilidade só existe quando há uma violação ao dever de revelar a informação para quem gera essa informação (proprietário ou fonte da informação). Além disso, esclarece que a obtenção de informações sobre o valor dos títulos por meio de engano e, em seguida, sua negociação, faz com que se estabeleça uma vinculação da conduta à compra ou venda de valores mobiliários. QUINN salienta que a quebra de um dever de confiança é o coração dessa teoria, que exige o uso de um ardil, artifício, ou estratégia quanto à forma com que a pessoa obtém a informação, violando um dever existente em relação à fonte da informação.

⁶¹ Ver FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 22.

da doutrina americana⁶². Tais regras destinaram-se a promover a divulgação completa e leal da informação pelos emitentes, e tiveram o intuito de esclarecer e melhorar as proibições existentes contra o *insider trading*, para resolver, fundamentalmente, três questões, a saber: a) a divulgação seletiva de informações relevantes ainda não tornadas públicas⁶³; b) em que situações a responsabilidade do *insider trading* surge em conexão com a utilização ou o conhecimento, por parte do *insider*, de informações relevantes ainda não tornadas públicas; e c) quando o rompimento de uma relação familiar ou de outra relação não negocial pode dar origem a responsabilidade sob a teoria de apropriação indevida de informações privilegiadas⁶⁴.

Entretanto, foi em julho de 2002 – seguindo o grande colapso da bolha *dot.com* e a falsificação das contabilidades com a subsequente quebra e falência das empresas WorldCom, Enron, Consec, Pacific Gas and Electric, UAL e Adelphia, entre outras⁶⁵ – que surgiu a norma mais importante na regulamentação do *insider trading*, com a edição, pelo Congresso americano, da Lei Sarbanes Oxley (SOX)⁶⁶, numa tentativa de evitar futuras turbulências econômicas, mediante a pro-

⁶² A crítica mais contundente foi de Henry Manne, na obra já referida *Insider Trading and the Stock Market*.

⁶³ Vid. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 45, os quais destacam na nota de rodapé 105 que em agosto de 2000 a SEC adotou a “Regulation Fair Disclosure”, sob o argumento de que a disseminação seletiva de informações também “mina a confiança dos investidores na integridade do mercado, assemelhando-se, aliás, ao tipping, porquanto permite que os destinatários da *selective disclosure* possam “explorar” a vantagem informacional. Agregam, ainda, que o outro “efeito nefasto da divulgação seletiva da informação é o perigo de que a informação seja tratada pela administração dos emitentes como uma “commodity”, a ser usada para obter ou manter os favores de determinados analistas ou investidores”.

⁶⁴ Exchange Act Release nº 43154, 73 SEC Docket 3 (2000).

⁶⁵ MORAES, Livia Lenz de: “A comparative study of insider trading regulation and its enforcement in Brazil and the U.S.”, em *Revista Jurídica Empresarial*, São Paulo: 2010, p.153.

⁶⁶ Sarbanes-Oxley Act of 2002 - SOX, Pub. Nº 107-204, 116 Stat. 745. A SOX incluiu uma previsão que exige dos *insiders* um relato das transações realizadas em até dois dias após a ocorrência dessas, e também aumentou as possíveis penas do *insider trading* para 20 anos de prisão e cinco milhões de dólares para cada condenação. Além disso, os condenados por abuso de informação privilegiada podem ser obrigados a pagar multa civil no valor de até três vezes o lucro obtido ou da perda evitada em decorrência de uma compra ilegal. A lei estabeleceu, ainda, a responsabilidade do Conselho de Administração das empresas se houver manipulação nos balanços.

teção dos investidores com a melhoria da precisão e confiabilidade das divulgações corporativas⁶⁷. Naquele então, havia nos Estados Unidos uma crise de governança corporativa nas empresas, que abalou a confiança no mercado de valores, dado o surgimento de diversos escândalos financeiros naquele mercado, a revelar a falta de ética no agir de muitas corporações.

A SOX passou a regulamentar a responsabilização dos administradores das empresas pelas informações financeiras que devem chegar ao mercado de forma precisa e completa. Entre os objetivos dessa legislação estão: facilitar o acesso à informação e promover um mercado bem informado, a fim de prevenir a manipulação e a prática do *insider trading*⁶⁸.

CARLTON e FISCHER⁶⁹ explicam que são muitas as razões que levam uma empresa a divulgar informações sobre si. A primeira delas, é que a divulgação pode reduzir os gastos excessivos em pesquisa e também a atenuar a incerteza dos investidores sobre a empresa, tornando-a mais atrativa na ótica desses, considerando que dispõem recursos para identificar os títulos sobrevalorizados ou supervalorizados. Assim, se a empresa pode produzir informações próprias, ao menor custo, a divulgação de tais informações pela empresa redundaria em economia de recursos, redução da quantidade de gastos com pesquisa e diminuição das incertezas dos investidores.

A segunda razão, afirmam, é que a divulgação de informações pela empresa também pode permitir que seus investidores vendam suas ações a terceiros a um preço superior, em média. Se a empresa não divulga qualquer informação, os investidores externos podem presumir o pior e descontar o preço que estão dispostos a pagar por ações que reflitam a sua incerteza. A conclusão dos autores, assim, é que as ações cujos valores são mais verossímeis permitirão às empresas observar, de forma mais precisa, quando os gerentes corporativos são bem-sucedidos em sua atuação, bem como possibilitarão que o mercado de serviços de gestão e o controle

⁶⁷ WAGNER, Robert E.: “Gordon Gekko to the Rescue?: Insider Trading as a tool to combat accounting fraud”, em *University of Cincinnati Law Review*, 2010, p. 991.

⁶⁸ Vid. FERNÁNDEZ ATELA, Gonzalo: “Insider Trading: evolución, doctrina y regulación en los Estados Unidos de América”, em *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Madrid: 1988, p. 562.

⁶⁹ CARLTON, Dennis W. e FISCHER, Daniel R.: “The Regulation of Insider Trading”, em *Stanford Law Review*, 1982-1983, p. 867.

societário funcionem mais eficazmente. Contudo, a divulgação completa da informação não seria o mais vantajoso sempre, porque é cara e, em algum momento, os custos podem superar os benefícios de uma maior divulgação. É de salientar que, em alguns casos, a divulgação poderia destruir o valor da informação, como será visto mais adiante⁷⁰.

Como consectário lógico da evolução jurisprudencial norte-americana colhe-se o surgimento de três teorias que justificam a criminalização do *insider trading*: (a) *equal access theory* (teoria do acesso igualitário) ou *Equality Theory* (Teoria da Igualdade) oriunda do Tribunal Supremo dos EUA, pela qual a responsabilidade é estendida a todas as pessoas que tenham contato com a informação privilegiada, sem importar a posição ocupada pela pessoa que obteve a informação⁷¹; (b) *misappropriation theory*, (teoria da apropriação indevida), que põe relevo na quebra do dever de fidelidade de parte de quem é titular da informação⁷², logo, toda a informação adquirida por meio de um ato ilícito (como por exemplo, furto ou roubo) constitui o objeto do *insider trading*, pois todos devem se abster de utilizar a informação até que ela se torne pública, uma vez que há a presunção de que as informações relevantes são propriedade da empresa⁷³; (c) *fiduciary duty theory* (teoria do dever de fidelidade): limita o objeto da proteção penal à quebra de fidelidade por parte dos administradores das sociedades e criminaliza o *insider* da sociedade que quebra o dever de lealdade⁷⁴.

⁷⁰ Vid. CARLTON, Dennis W. e FISCHER, Daniel R.: *ob. cit.*, p. 867.

⁷¹ CRIMMINS, Stephen J.: Insider Trading: “Where is the line?”, em *Columbia Business Law Review*, 2013, p. 335, esclarece que os *insiders* responsáveis na denominada *Teoria Clássica* criada pela Suprema Corte, são tanto os *permanentes* - diretores e empregados -, como os *temporários* - advogados, contadores e consultores. LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, “El Insider Trading”, em *ADPCP*, Madrid: 1993, p. 1039, entende que essa teoria é inviável, dada sua falta de definição e concreção, pois afirma que não existe essa obrigatoriedade geral, aplicável a todas as pessoas, de revelar o segredo ou de se abster de intervir.

⁷² CRIMMINS, Stephen J.: *ob. cit.*, p. 335, salienta que os *outsiders* de uma empresa têm o mesmo dever da fonte que lhes dá acesso à informação privilegiada da empresa.

⁷³ Vid. REAÑO PESCHIERA, José Leandro: “La problemática del bien jurídico protegido en el delito de insider trading y su técnica de protección”, em *THEMIS* 42, Lima: 2015, p. 341.

⁷⁴ LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: “El Insider Trading”, em *ADPCP*, Madrid: 1993, p.1040, chama atenção para o fato de que, embora essa seja a teoria adotada pela Suprema Corte dos EUA, vem encontrando resistências dos tribunais inferiores, os quais consideram que a teoria apresenta lacunas nas situações em que os *insiders* recebem informação privilegiada de outras empresas, com as quais não possuem dever de fidelidade. Com críticas à adoção da

Sob o prisma da teoria da igualdade (*equality theory*), adotada pela França, UMHOEFER e PIÉTRANCOSTA⁷⁵ advertem que não se deve analisar as informações em relação ao fato de que apenas uma ou algumas pessoas podem delas compartilhar, mas sim quanto às características da própria informação. A chave, portanto, segundo apontam, é a *igualdade de oportunidades* para explorar a informação. Tal como concebida, explicam, a *teoria da igualdade* deve reconhecer que as pessoas não compartilham igual intelecto, vontade ou recursos financeiros. A finalidade das leis de *insider trading*, desse modo, deve ser de garantir a *igualdade de oportunidades* para gerir os riscos associados aos investimentos realizados no mercado financeiro. Afirmam, portanto, que os investidores devem enfrentar os riscos de mercado armados com as mesmas defesas: *informação pública, inteligência e sorte*.

Pouco se colhe dos julgados examinados com relação ao elemento subjetivo da conduta do *insider*. Entretanto, é possível afirmar que nos precedentes oriundos das Cortes inferiores dos EUA há menção à necessidade de se identificar o que se denomina *scienter*⁷⁶. Assim, a SEC deve provar que o engano ou a manipulação enquadráveis na regra 10b- 5 foram praticados pelo agente com intenção de enganar ou manipular o fato relevante e apenas a demonstração da boa-fé do agente em não revelar o fato, por entendê-lo materialmente irrelevante, é que poderia afastar sua responsabilidade por danos⁷⁷.

fiduciary duty theory, ver STEINBERG, Marc I.: “Insider Trading Regulation – A Comparative Analysis”, em *The International Lawyer*, 2003, pp. 160-1.

⁷⁵ Cfr. UMHOEFER, Carol e PIÉTRANCOSTA, Alain: “Le Délit d’Initié: Insider Trading Law in France”, em *Columbia Journal of Transnational Law*, 1992, pp. 139-140.

⁷⁶ De acordo com o *Black’s Law Dictionary*, 2014 Thomson Reuters, *scienter* deve se entender como o grau de conhecimento que faz a pessoa legalmente responsável pelas consequências dos seus atos ou omissões; é praticar um ato intencionalmente.

⁷⁷ Vid. HORWICH, Allan: “An Inquiry into the Perception of Materiality as an Element of *Scienter* Under SEC Rule 10b-5”, em *The Business Lawyer*, 2011, pp. 1 e ss., que identificou essa análise no julgamento do caso *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 131 S. Ct. 1309, 1325 (2011). O autor afirma que a Suprema Corte nunca decidiu se haveria violação da Regra 10b-5 por conduta imprudente, contudo, as Cortes de Apelação, a partir do caso *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 193 & n.12 (1976), de forma unânime, passaram a entender que a forma imprudente também estaria contida no *scienter* do agente por violação à aludida Regra, abarcando o que, no caso *Sundstrand Corp. v. Sun Chem. Corp.*, 553 E2d 1033, 1045 (7th Cir. 1977), a Corte denominou de uma *omissão altamente desarrazoada, envolvendo não apenas simples, ou mesmo inexcusável negligência, mas uma saída extrema*

Em 2011 a Suprema Corte dos EUA julgou o caso *Janus Capital Group v. First Derivative Traders*⁷⁸, envolvendo um fundo mútuo, Janus Investment Fund, que declarou em seus prospectos que tinha tomado medidas para conter *market timing*⁷⁹ no fundo que administrava, quando na verdade não o tinha e por isso foi demandada. Entendeu a maioria da Corte que para haver responsabilidade da Janus, esta deveria ter realizado a distorção material no prospecto⁸⁰, contrapondo-se à ideia até então reinante de *full disclosure* (entendida como revelação total, plena), o que foi criticado por parte da doutrina, porque contrariou as bases da política do Congresso quando emitiu o Ato 1934, contrariou a política que inspirou a criação do §10 do Ato, que pregava a proteção aos investidores e assim, por evidente, contrariou a filosofia que se formara com as sucessivas leis reguladoras do mercado⁸¹.

Enfim, nos últimos quarenta anos a Suprema Corte dos EUA evoluiu de uma visão conservadora no reconhecimento da conduta do crime de *insider tra-*

dos padrões do cuidado ordinário, de forma a representar um perigo em potencial de enganar compradores ou vendedores de ações. Assim, afirma o autor que, para imputar um comportamento padrão de imprudência, não basta à acusação provar apenas o conhecimento dos fatos que criam o risco, mas primordialmente, demonstrar a apreciação real realizada pelo *insider* quanto ao próprio risco de agir sem revelar ao mercado determinada informação, de forma que somente será considerada imprudente a conduta quando o "perigo de enganar" é conhecido ou suficientemente "óbvio" por parte do agente. Ver, também, MURDOCK, Charles W.: "JANUS CAPITAL GROUP, INC. V. FIRST DERIVATIVE TRADERS: The culmination of the Supreme Court's evolution from liberal to reactionary in rule 10B-5 actions", em *Denver University Law Review*, 2015, p. 391, sobre a exigência da prova da intenção do agente, pela Suprema Corte, para fins de enquadramento da conduta na Regra 10b-5.

⁷⁸ 131 S. Ct. 2296 (2011).

⁷⁹ Que pode ser entendido como o ato de mover-se no mercado ou alternar entre classes de ativos com base em previsões formadas a partir de indicadores técnicos ou dados econômicos.

⁸⁰ A maioria da Corte ressaltou que o Fundo tinha um conselho de administração independente, que seria o responsável pelas distorções contidas nos prospectos e, embora o Conselho de Administração do Fundo dependa da Administração para obter informações e aconselhamento, o precedente afirma que a Administração não participou de forma significativa na preparação dos prospectos, logo, não pode ser responsabilizada pelas declarações enganosas contidas no prospecto porque não possuía o domínio final sobre a declaração.

⁸¹ Assim, MURDOCK, Charles W.: "JANUS CAPITAL GROUP, INC. V. FIRST DERIVATIVE TRADERS: The culmination of the Supreme Court's evolution from liberal to reactionary in rule 10B-5 actions", em *Denver University Law Review*, 2015, p. 428.

ding, para uma perspectiva reacionária, na visão de alguns⁸², pela qual estaria menos interessada em proteger os investidores, ao restringir o âmbito de aplicação da Regra 10b-5, instando o Congresso a regulamentar a responsabilização privada na fraude de valores mobiliários.

Como resumo, de uma forma bem sintética, é possível elencar os elementos básicos do *insider trading* no direito norte-americano, a partir da consolidação do tema nos precedentes judiciais, como sendo⁸³: o *dever* de revelar ou se abster, a *informação relevante*, a *intenção* de enganar, manipular ou fraudar e a *vantagem*⁸⁴.

⁸² Nesse sentido, MURDOCK, Charles W.: “JANUS CAPITAL GROUP, INC. V. FIRST DERIVATIVE TRADERS: The culmination of the Supreme Court’s evolution from liberal to reactionary in rule 10B-5 actions”, em *Denver University Law Review*, 2015, p. 369.

⁸³ Vid. CRIMMINS, Stephen J.: “Where is the line?”, em *Columbia Business Law Review*, 2013, pp. 335, 341, 345 e 346. O elemento subjetivo é identificado pelo autor nos precedentes examinados, em situações nas quais a pessoa é considerada criminalmente responsável se sabia ou tinha razões para saber que a informação confidencial recebida foi obtida e transmitida de forma imprópria, e se a pessoa que recebe a informação intencionalmente ou imprudentemente e de modo inescusável, negocia conhecendo a origem da informação.

⁸⁴ Ver CRIMMINS, Stephen J, op. cit., pp. 346-7, o qual explica que esse elemento do *insider trading* surgiu no caso DIRK (Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 662 (1983)), e, na dicção da Corte, pode ser detectado sempre que houver um benefício pessoal, direto ou indireto, da divulgação da informação relevante. Tal benefício pode ser pecuniário ou de reputação, de forma que no futuro se traduza em ganhos.

IV. CONCLUSÃO PROVISÓRIA

Foram importantes as contribuições da Escola de Análise Econômica do Direito para fomentar o debate quanto à necessidade de regulamentação do *insider trading* nos EUA. De fato, em se tratando de um país pertencente ao sistema da *Common Law*, os EUA tiveram tanta preocupação em evitar outro cenário como o que se sucedeu em 1929 que, para proteger o mercado de valores, editaram leis rígidas contendo regras de condutas a serem observadas aos intervenientes na área, bem como estabelecendo poderes de fiscalização e punição à SEC, como forma de coibir as práticas abusivas de mercado.

Muitas são as críticas direcionadas a esse intervencionismo estatal na economia, afirmando-se que a vedação da prática do *insider trading* possui intuito meramente moralizador⁸⁵. Entretanto, os críticos não aportaram estudos e estatísticas suficientes ao convencimento da tese sustentada quanto à autorregulação dos mercados de valores. A sucessão de escândalos financeiros, a crise de governança corporativa e o intuito de evitar futuras turbulências econômicas, mediante a proteção dos investidores com a melhoria da precisão e confiabilidade das divulgações corporativas, foram os motivos que impulsionaram o endurecimento das regulamentações já existentes na área.

O único caminho encontrado para dar ao mercado de valores a solidez almejada, foi o estabelecimento da responsabilização dos administradores das empresas pelas informações financeiras que devem ser enviadas ao mercado de forma precisa e completa, pois se concluiu que somente diante de um mercado bem informado as práticas abusivas poderiam ser evitadas.

Essas bases foram levadas para a legislação da maioria dos países do sistema de Direito continental, dentre os quais, Espanha e Brasil. Entretanto, conforme se viu anteriormente, inobstante traduzir-se em símbolo da vanguarda mundial na formação da estrutura do que hoje se entende por *insider trading*, os EUA estão longe de pacificar o entendimento doutrinário na área, diante da interpretação

⁸⁵ Assim: QUERALT JIMÉNEZ, Joan J.: *Derecho penal español. Parte especial*, Barcelona: 2010, pp. 615-616 e 622.

dada pelos Tribunais americanos acerca da relevância do elemento confiança na relação *insider*/empresa, uma vez que a base da regulamentação se dá em uma disposição geral antifraude.

Enquanto o poder legislativo aposta na regulação estatal do mercado financeiro, prevendo a responsabilização criminal como instrumento de repressão às práticas abusivas no mercado de valores, os últimos precedentes oriundos da Suprema Corte dos EUA indicam uma tendência a entender que tais condutas devem ser instadas à reparação civil, na esfera privada, por quem é lesado com essas práticas.

Vê-se, ademais, que as oscilações de entendimento da Suprema Corte acerca dos elementos que caracterizam o fato passível de ser punido criminalmente - como por exemplo, ora alargando o rol de *insiders*, ora restringindo-o -, pode ser apontado como um fator que dificulta a consolidação de uma dogmática consistente na área, a par de transmitir insegurança aos órgãos administrativos de fiscalização.

CAPÍTULO SEGUNDO

INSIDER TRADING NA UNIÃO EUROPEIA

INTRODUÇÃO

As transformações econômicas ocorridas na Europa nas últimas décadas pretenderam tornar os mercados mais eficientes e, principalmente, mais competitivos com os existentes fora da Europa. Ao tornarem-se mais lucrativos tais mercados, ensejou-se o aumento de fraudes e das possibilidades de abuso⁸⁶. A evolução das Diretivas Europeias ao longo dos anos, como se demonstrará, procurou acompanhar as mudanças experimentadas nesse cenário, tendo por escopo a busca de uma harmonia na defesa dos interesses financeiros da UE, a fim de evitar a formação de paraísos jurídico-penais⁸⁷.

Na esteira dessa evolução, é possível observar uma mudança de perspectiva na relação das soberanias Estatais com a interação proporcionada pela União Europeia, ao se aceitar como vinculantes os princípios do Direito comunitário, que passam a valer como fontes de interpretação e, como coloca FERRAJOLI⁸⁸, “como fuentes de crítica y de deslegitimación de lo existente”.

Neste capítulo será abordada a gradativa evolução das normas comunitárias, principalmente das Diretivas que foram utilizadas para regulamentar a atividade bursátil no âmbito da UE, inicialmente sem caráter vinculante e basicamente de modalidade preventiva, até chegar ao momento atual de harmonização quanto aos conceitos manejados para coibir o Abuso de Mercado, bem como em relação

⁸⁶ Vid. MORENO-LUQUE, Juan Manuel: El Control de la Información Financiera de las Sociedades que cotizan en Bolsa. Primeras Observaciones a las Recomendaciones del Libro Blanco, em *Presente y Futuro de la Información Financiera. Gestión 2000*, Barcelona: 2003, p. 330.

⁸⁷ Ver SILVA SÁNCHEZ, Jesús María: “El Derecho Penal ante la Globalización y la Integración Supranacional”, em *RBCCrim*, São Paulo: 1998, p. 67.

⁸⁸ Cfr. FERRAJOLI, Luigi: *Derechos y Garantías – La Ley del más débil*. Ed. Trotta, 2ª ed., Madrid: 2001, p. 148.

ao mínimo de penas que deve corresponder aos crimes que se inserem sob essa terminologia.

Evidentemente, a escolha da temática Abuso de Mercado como objeto de padronização da UE atendeu a aspectos conjunturais das vicissitudes econômicas experimentadas ao longo das últimas décadas pelos EEMM, mas também é resultado da internacionalização dos mercados e dos avanços tecnológicos, que aproximaram realidades e eliminaram fronteiras.

I. DIRETIVA DO CONSELHO 89/592

Desde o início do processo de integração europeu produziu-se um movimento de unificação de mercados, de serviços, de capital que, evidentemente, não deixou de fora a integração do mais vital mercado existente no sistema econômico, o de valores mobiliários⁸⁹.

Até 1986, apenas três dos doze países integrantes da então Comunidade Europeia proibiam a prática do *insider trading* (Dinamarca, França e Reino Unido) que era, até esse momento, considerada uma parte válida dos negócios praticados na Europa⁹⁰. Ainda sob a formação de Comunidade Europeia (CE), seguindo os termos do Tratado de Roma para criar um único mercado internacional em 1992, tem-se o marco normativo europeu com a promulgação, em novembro de 1989, do primeiro instrumento comunitário que aproximou as legislações dos EEMM⁹¹ e estabeleceu uma proibição ampla de *insider trading*, a Diretiva do Conselho 89/592⁹², após extenso debate sobre a necessidade de vedar determinadas opera-

⁸⁹ Vid. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 253.

⁹⁰ Vid. STANDEN, Daniel James: “Insider Trading Reforms Sweep Across Germany: Bracing for the Cold Winds of Change”, em *Harvard International Law Journal*, 1995, p.184. Ver, ainda, SEMINARA, Sergio: “Aspectos Problemáticos en Materia de *Insider Trading*”, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*, Jornadas en Honor del Profesor Klaus Tiedemann. Tradução de Carlos J. Suárez, Boletín Oficial del Estado, Madrid: 1995, p. 525, para o qual três são as causas do atraso na discussão na Itália, apenas em 1988, de debate que se iniciou nos EUA nos anos 70, quanto à ética dos negócios: a influência católica, que impedia um debate laico sobre temas éticos; a influência da cultura política marxista e seu *centralismo democrático*; e a falta de uma cultura cívica e de um sentido difuso do Estado.

⁹¹ Cfr. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 26.

⁹² Ver RUIZ, Lynda M.: “European Community Directive on Insider Dealing: A Model for Effective Enforcement of Prohibitions on Insider Trading in International Securities Markets”, em *Columbia Journal of Transnational Law*, 1995, pp. 221, 235, 236 e 241. A autora conclui que essa Diretiva é um acordo multilateral de sucesso no combate internacional do *insider trading* e um modelo de solução para os problemas de aplicação internacional da lei de valores mobiliários, pois o fato de a ênfase da Diretiva estar centrada em informações de mercado, não na informação privilegiada, serve a dupla finalidade: engloba informações geradas por *outsiders* e *insiders* e ressalta a intenção legislativa de proteger o funcionamento do mercado. Ademais, afirma que, ao definir claramente a natureza e o escopo da proibição

ções bursáteis que acarretavam lucro a quem utilizasse informação privilegiada. O que impeliu a mudança, segundo a doutrina, foi, em parte, uma sucessão de escândalos de abuso de informação privilegiada ocorrida na Europa, na década de 1980⁹³.

A iniciativa europeia teve o êxito de conduzir a uma harmonização generalizada⁹⁴ entre os Estados Membros, culminando com a edição da Diretiva⁹⁵ do *Insider Trading*, que acolheu a tese francesa de igual acesso à informação⁹⁶ e estabeleceu a obrigatoriedade de observância dos países membros quanto ao mínimo que deveria ser regulamentado internamente, em cada EEMM, em relação ao tema. De destacar que a Diretiva não previu, entretanto, a prática do *insider trading* como um crime, pois apenas afirmou que as sanções deveriam ser suficientes para impor respeito às disposições do diploma legal⁹⁷.

JACOBO BARJA DE QUIROGA⁹⁸ destaca que na exposição prévia, na qual o Conselho explica as razões pelas quais adotou a Diretiva, constam três ques-

ao *insider trading*, a Diretiva resolve problemas de diversas posturas nacionais quanto ao *insider trading* que, anteriormente, impediam os esforços internacionais de execução.

⁹³ Nesse sentido: STANDEN, Daniel James: “Insider Trading Reforms Sweep Across Germany: Bracing for the Cold Winds of Change”, em *Harvard International Law Journal*, 1995, pp. 184-5; FOFFANI, Luigi: “Politica Criminale Europea e Sistema Finanziario: L’Esempio Degli Abusi di Mercato”, em *Dirito Penale Contemporaneo*, Revista Trimestrale, 3-4/2014, Milano, p. 67.

⁹⁴ Ver FOFFANI, Luigi: “Delitos Societarios”, em *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*, Dir. Carlos Martínez-Buján Pérez, A Coruña, 1998, p.78. O autor destaca que o exemplo da Diretiva do *Insider Trading* constituiu um fenômeno sem precedentes na Europa, quanto ao nascimento e difusão simultânea em escala continental de um novo modelo de tipo incriminador. Ver, também, do mesmo autor, “Politica Criminale Europea e Sistema Finanziario: L’Esempio Degli Abusi di Mercato”, em *Dirito Penale Contemporaneo*, Revista Trimestrale, 3-4/2014, Milano, p. 67, ao comentar que a Diretiva impulsionou uma espécie de “eurodelito” de *insider trading*.

⁹⁵ Segundo o artigo 189 do Tratado de Roma, uma diretiva só é vinculativa quanto ao resultado a ser alcançado. Assim, as diretivas estabelecem políticas comuns, cabendo aos Estados-membros transformá-la em leis nacionais pelos meios e métodos que lhes parecer conveniente.

⁹⁶ Cfr. TERRADILLOS BASOCO, Juan M.: “Protección Penal del Mercado Financiero”, em *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*, Dir. Carlos Martínez-Buján Pérez, A Coruña, 1998, p. 163.

⁹⁷ Art. 13 da Diretiva.

⁹⁸ LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: “El Insider Trading”, em *ADPCP*, Madrid: 1993, p. 1037.

tões fundamentais: “que considera básico o bom funcionamento de um mercado de valores que inspire confiança ao investidor e lhe assegure igualdade de condições; que é preciso lutar contra as operações realizadas mediante informação privilegiada; e que é necessário harmonizar as legislações, pois essa medida permitirá uma melhor cooperação entre as autoridades competentes na luta contra as operações transfronteiriças com informação privilegiada”.

De acordo com essa Diretiva, a proibição de prática do *insider trading* compreendia as pessoas físicas dos diretores, dos acionistas e dos empregados das empresas⁹⁹, caracterizando-se a informação privilegiada como sendo aquela não tornada pública, que tem um caráter preciso e é relativa a valores negociáveis ou aos emissores desses valores e que, caso fosse tornada pública, poderia influir na cotação desses valores mobiliários¹⁰⁰.

Contrastando com a lei estadunidense, na qual o *insider trading* é regulado nos termos de uma disposição geral anti-fraude, baseado na relação de confiança entre o *insider* a empresa, a Comunidade Europeia decidiu decretar proibições específicas para reduzir a prática, com foco na posse de informação privilegiada e na relação do *insider* com todos os outros intervenientes do mercado¹⁰¹.

A primeira lei da França que determinava a comunicação de informação relevante à Agência Francesa foi editada em 1967 e em 1970 foi alterada para criminalizar a conduta de *insider trading* (lei que ficou conhecida como ‘1970 Statute’). A doutrina revela que durante 22 anos de vigência do Estatuto, contabilizavam-se na França apenas 12 processos que chegaram ao Poder Judiciário sob essa temática. Em março de 1989 um escândalo, amplamente divulgado na mídia, levou

⁹⁹ Art. 2.1 da Diretiva: 1. Cada Estado-membro proibirá às pessoas que: devido à sua qualidade de membros dos órgãos administrativos, diretivos ou de fiscalização do emitente; devido à sua participação no capital do emitente, ou porque têm acesso a essa informação devido ao desempenho do seu trabalho, da sua profissão ou das suas funções, disponham de uma informação privilegiada que adquiram ou cedam, em seu nome ou em nome de outrem, quer direta quer indiretamente, valores mobiliários do emitente ou emitentes a quem a informação diz respeito, explorando com conhecimento de causa essa informação privilegiada.

¹⁰⁰ Artigo 1.1. da Diretiva.

¹⁰¹ Cfr. STANDEN, Daniel James: “Insider Trading Reforms Sweep Across Germany: Bracing for the Cold Winds of Change”, em *Harvard International Law Journal*, 1995, pp. 185-6.

a França a reconhecer deficiências graves em suas leis de valores mobiliários¹⁰². Assim, em resposta a esse escândalo, o governo socialista aprovou a Lei nº 89-531 (conhecida como ‘1989 Amendment’) que aumentou o poder de investigação da agência francesa (COB) e tratou mais diretamente o problema de quem possui a informação relevante (*tipper*)¹⁰³.

Um dos últimos países da Comunidade Europeia a transformar em lei a Diretiva do Conselho 89/592, no ano de 1994, foi a Alemanha¹⁰⁴ - a qual, até en-

¹⁰² IRVING, Robert B.: “French Insider Trading Law: a Survey”, em *Inter-American Law Review*, 1990, pp. 42-3. IRVING narra que em novembro de 1988, Pechiney (um conglomerado de propriedade do Governo Francês) adquiriu a Triangle Industries (uma companhia estadunidense) por mais de US\$ 1,5 bilhões. Uma investigação preliminar realizada pela United States Securities and Exchange Commission (SEC) revelou uma quantidade incomum de negociação triangular de ações nos dias que antecederam a essa aquisição. Um relatório subsequente realizado pela agência francesa - Comissão des Opérations de Bourse (COB) - resultou na acusação de Max Theret, um financista muito próximo ao governo socialista, e Roger-Patrice Pelat, um herói de guerra e confidente do presidente francês François Mitterand. Não houve divulgação, no entanto, dos *insiders* do governo que ajudaram Theret e Pelat. A partir da informação privilegiada recebida, Theret e seus associados supostamente tiveram um lucro de US\$ 1480000, enquanto Pelat e sua família teriam embolsado US\$ 360.000. No entanto, quando o Governo francês falhou em conseguir acusar um único funcionário do governo que teria violado a lei de *insider trading*, o povo francês ficou confuso e chateado. As pressões políticas que se seguiram forçaram o Governo a olhar atentamente para a lei de insider trading e para os procedimentos relativos a sua execução.

¹⁰³ IRVING Robert B.: “French Insider Trading Law: a Survey”, em *Inter-American Law Review*, 1990, p. 70, revela que a nova regulamentação impõe sanções penais “a qualquer um que, no curso da sua profissão ou função detém informações privilegiadas sobre a situação futura ou presente de um emitente, ou sobre a evolução futura de uma garantia ou opção negociável, e comunica essa informação a um terceiro estranho ao curso normal da sua profissão ou das suas funções”. Assim, a Emenda 1989 parece ainda mais potente do que a lei norte-americana sobre a situação do *tipper*: não exige que o Ministério Público francês demonstre a intencionalidade, nem o dever fiduciário de confidencialidade em relação ao empregador, ou o comércio subsequente realizado com base na informação privilegiada.

¹⁰⁴ MARTÍN PALLÍN, José Antonio: “Uso de información relevante para la cotización en mercado de valores”, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*. Madrid: 1997, p. 154, refere que a Alemanha antes havia optado pela via da autorregulação do mercado de valores, mas após a edição das Diretiva europeias, decidiu castigar algumas condutas relacionadas com a utilização abusiva de informação privilegiada. Ver, ainda, FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada en el mercado de valores en el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, p. 51. Ver, também, STANDEN, “Insider Trading Reforms Sweep Across Germany: Bracing for the Cold Winds of Change”, em *Harvard International Law Journal*, 1995, p. 203, ao referir que, ao editar o Financial Markets Act - FMA, a Alemanha descreveu a informação privilegiada como “fatos não disponíveis ao público, alusivos aos valores mobiliários ou ao seu emitente e que iriam influenciar significativamente o preço dos valores mobiliários se

tão, adotava a postura de autodisciplina, ou autorregulação dos mercados -, que sofreu muita pressão externa, principalmente dos EUA, em razão de casos de *insider trading* iniciados naquele país e que violavam as leis americanas de combate ao uso de informação privilegiada no mercado bursátil¹⁰⁵. Com efeito, a necessidade de cooperação internacional para evitar condutas abusivas de uso de informação privilegiada impulsionou a adoção de medidas penais por parte dos EEMM e converteu-se em elemento importante para garantir a eficácia da legislação no plano interno de cada país¹⁰⁶.

É preciso salientar que, em contraste com a abordagem utilizada pelos EUA, a definição de *material information* para vários países europeus concentra-se no impacto da informação sobre o preço de mercado (isso ocorre, por exemplo, no Reino Unido, na França, na Alemanha e na Itália). Assim, o padrão norte-americano (adotado, também, pelo Japão) que analisa se a informação afetada assumiria importância para a pessoa que tomou sua decisão de investimento, não foi aceito com frequência em outros lugares¹⁰⁷. Do mesmo modo, ao contrário dos EUA - que adotaram uma relação fiduciária como modelo de caracterização do *insider trading* -, muitos países europeus (por exemplo, Reino Unido, França, Alemanha e Itália) optaram por uma proibição de *insider trading* baseada na denominada *doutrina de acesso*, pela qual se proíbe o *insider trading* por aquelas pessoas que têm acesso desigual à informação confidencial relevante, o que pode ser estendido àqueles que recebem a informação relevante (*tipees*) dos tradicionais

publicados”. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 254, destaca a decisão do Governo Alemão quanto à adoção de medidas repressivas em matéria de *insider trading* ter se dado após a conclusão quanto à insuficiência ou inidoneidade da autorregulação, reforçada pela necessidade de se adequar às diretivas da UE e às exigências de cooperação internacional.

¹⁰⁵ Vid. STANDEN, Daniel James: “Insider Trading Reforms Sweep Across Germany: Bracing for the Cold Winds of Change”, em *Harvard International Law Journal*, 1995, p. 200. Ver, também, sobre a autorregulação, BARTALENA, Andrea: *L’Abuso di Informazioni Privilegiate*, Milano: 1989, pp. 24-5.

¹⁰⁶ Cfr. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades en la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 138.

¹⁰⁷ Ver STEINBERG, Marc I.: “Insider Trading Regulation – A Comparative Analysis”, em *The International Lawyer*, 2003, pp. 164-5.

insiders ou de outras pessoas que, em razão da profissão, emprego ou ofício, têm acesso a ela¹⁰⁸.

Contudo, apesar das brechas existentes na compreensão do crime de *insider trading*, a legislação americana, que está longe de ser perfeita, permanece preeminente, muito devendo ser creditado ao papel fundamental da SEC como órgão regulador, com o seu pessoal capacitado, recursos e sistema de vigilância que facilitam a aplicação efetiva das leis de valores mobiliários dos Estados Unidos¹⁰⁹. Como já se observou na doutrina¹¹⁰, há diferenças estruturais entre o sistema norte-americano e o europeu, razão pela qual não é viável a simples adoção de um pelo outro, entretanto, é preciso aproveitar a experiência estadunidense no momento de se conceber um aparato destinado a compelir as pessoas e as instituições à observância das leis anti-abuso de mercado (*enforcement*).

Dizendo de outro modo, não basta a mera existência de legislação a coibir o crime de uso de informação privilegiada. Faz-se necessário o fortalecimento dos órgãos de controle, fiscalização e repressão a essas práticas.

São muitos os fatores que levam um investidor a operar nos mercados mundiais, podendo-se destacar a privatização dos mercados, o fim das restrições ao investimento estrangeiro e a existência de normativas que exigem maior transparência na informação disponibilizada pelas empresas¹¹¹.

¹⁰⁸ Vid. STEINBERG: “Insider Trading Regulation – A Comparative Analysis”, em *The International Lawyer*, 2003, p. 165. Ver, em relação à regulamentação do *insider trading* na lei alemã, KRAUSE, Hartmut: “The German Securities Trading Act (1994): A Ban on Insider Trading and an Issuer’s Affirmative Duty to Disclose Material Nonpublic Information”, em *The International Lawyer*, 1996, pp. 555-588.

¹⁰⁹ STEINBERG, ob. cit., pp. 170-1.

¹¹⁰ Cfr. GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos. *La protección penal transnacional de los mercados financieros*, Madrid, 2014, p. 122.

¹¹¹ Vid. MORENO-LUQUE, Juan Manuel: El Control de la Información Financiera de las Sociedades que cotizan em Bolsa. Primeras Observaciones a las Recomendaciones del Libro Blanco, em *Presente y Futuro de la Información Financiera. Gestión 2000*, Barcelona: 2003, p. 410; RECALDE CASTELLS, André: “Reflexiones sobre los efectos de la crisis en la regulación del sistema financiero”, em *Estado y mercado en situación de crisis*, AFDUAM, nº 14, Madrid: 2010, p. 128, que considera o dever de transparência imposto pelo Estado às empresas e instituições financeiras a forma menos intrusiva daquele para proteção dos investidores.

A internacionalização dos mercados financeiros, de outra parte, torna vulneráveis as tradicionais estruturas de proteção dos mercados de valores¹¹².

Por oportuno, é mister consignar que o processo de internacionalização nessa área tem sido impulsionado tanto pelo aumento da conscientização dos investidores quanto aos benefícios da interdependência econômica, quanto pela sofisticação da tecnologia de negociação de valores mobiliários¹¹³. GERSZTENZANG adverte que um elemento importante para a maior sensibilização dos investidores tem sido o reconhecimento das carteiras diversificadas internacionalmente como um meio de reduzir o risco de mercados voláteis. Além disso, a oportunidade para retornos significativamente maiores nos mercados estrangeiros, particularmente para os investidores norte-americanos nos últimos anos, tem estimulado a internalização de valores mobiliários, segundo o autor. Como resultado desta tecnologia, conclui que é possível monitorar concomitantemente os movimentos dos preços de numerosas negociações de ações em diferentes mercados, que podem ser separados por milhares de milhas e vários fusos horários¹¹⁴.

A contrapartida dessa facilidade tecnológica que estimula a internacionalização dos mercados financeiros é o surgimento de uma criminalidade transnacional, o que levou a UE a manifestar intenção de proteção dos interesses financeiros

¹¹² Cfr. GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos: *La protección penal transnacional de los mercados financieros*, Madrid, 2014, p. 25. Vid., também, PRIETO SANCHÍS, Luis: *El Constitucionalismo de los derechos. Ensayos de filosofía jurídica*. Ed. Trotta, Madrid: 2013, p. 235, o qual vê com otimismo os passos que foram dados rumo à internacionalização do Direito penal, ao aludir que tradicionalmente, no Direito penal, abrigaram-se as prerrogativas de soberania que redundaram na adoção do princípio da territorialidade e é preciso fazer frente ao surgimento da criminalidade de dimensões globais, diante da qual as respostas internas de cada país resultam insuficientes.

¹¹³ GERSZTENZANG, Michael A.: Insider Trading and the Internalization of the Securities Markets, *Columbia Journal of International Law*, vol. 27, 1989, pp. 409-411. Ver, também, BALTIC, Charles Vaughn. The Next Step in Insider Trading Regulation: International Cooperative Efforts in the Global Securities Market. *Law and Policy in International Business*, v. 23, 1991-1992.

¹¹⁴ Ver GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos: *La protección penal transnacional de los mercados financieros*, Madrid: 2014, p. 72 e ss., ao defender a necessidade de construção de uma proteção transnacional dos mercados financeiros, a partir do relato de recente caso ocorrido na Europa.

ros europeus, combatendo a delinquência surgida com a integração dos mercados na era da globalização¹¹⁵.

Assim, dando cumprimento ao artigo 11 da Diretiva do Conselho 89/592, que prevê a possibilidade de celebração de acordos com outros Estados, o Presidente da Comissão das Comunidades Europeias celebrou acordo em Washington, D.C., em 23 de setembro de 1991, com o Presidente da SEC americana, relativamente à cooperação no âmbito do mercado de valores mobiliários, tendo por escopo a busca de um mercado financeiro mais eficaz, transparente e honesto.

Na sequência cronológica, sobreveio a Diretiva 2003/6/CE, de 28 de janeiro de 2003, do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado), que derogou expressamente a Diretiva 89/592/CE. Nos considerandos que deram azo à nova Diretiva, colhem-se dois argumentos dignos de nota, a saber¹¹⁶.

Inicialmente, destacou-se que o atual enquadramento jurídico comunitário para proteger a integridade do mercado estava incompleto e que a variação dos requisitos legais entre os Estados-Membros, frequentemente, colocava os agentes económicos em uma situação de incerteza quanto aos conceitos, definições e aplicação das vedações¹¹⁷. Em alguns EEMM, àquela época, ainda não existia legislação em matéria de manipulação de preços e de divulgação de informação enganosa.

¹¹⁵ Vid. SILVA SÁNCHEZ, Jesús Maria: *La expansión del Derecho penal*, Colección Estudios y Debates en Derecho Penal, Dir. SILVA SÁNCHEZ, vol. 1, 2ª edición. Buenos Aires: 2006, p. 90, ao mencionar as consequências dos fenômenos económicos da globalização e o surgimento de uma nova concepção de delito, envolvendo os elementos de *organização, transnacionalidade e poder económico*, que dão causa, respectivamente, à delinquência da globalização, definidas pelo autor como sendo: criminalidade organizada, criminalidade internacional e criminalidade dos poderosos. Segundo VOGEL, Joachim: *Derecho Penal y Globalización*, trad. Manuel CANCIO MELIÁ, Universidad Autónoma de Madrid, em *La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, AFDUAM, nº 12, Madrid: 2012, pp. 114-5, a globalização compreende, sob o aspecto económico, “la génesis de mercados globales en los que los agentes económicos – en particular, las empresas transnacionales en cuanto *global players* – en principio se mueven con libertad a escala mundial, y en los que, en principio, capital, trabajo, bienes y servicios pueden moverse libremente, lo que es posible gracias al avance técnico (tecnología de transportes, de información y comunicaciones)”.

¹¹⁶ Considerandos 11 e 12.

¹¹⁷ Vid. LINCIANO, Nadia: “The Effectiveness of Insider Trading Regulation in Italy. Evidence from Stock-Price Run-Ups Around Announcements of Corporate Control Transactions”, em *European Journal of Law and Economics*, 2003, pp. 200, 204, 205 e 213. A autora, ao

De outra banda, enfatizou-se que o *abuso de mercado* (*market abuse*) abrange o *abuso de informação privilegiada* e a *manipulação de mercado*, sendo que o objetivo da legislação contra o abuso de informação privilegiada é o mesmo da legislação contra a manipulação de mercado: garantir a integridade dos mercados financeiros comunitários e promover a confiança dos investidores nestes. Por conseguinte, concluiu-se que, diante da necessidade de se adotar regras conjuntas para combater tanto o abuso de informação privilegiada, como a manipulação de mercado, era necessária uma diretiva única, de modo a garantir o mesmo enquadramento em toda a União Europeia quanto à atribuição de responsabilidades, aplicação da legislação e cooperação mútua.

As normativas europeias foram recebidas pela doutrina, de forma profética, como o início da construção de um *Direito europeu de mercado de valores* – que, como veremos mais adiante, acabou se consolidando¹¹⁸.

analisar o funcionamento da lei anti *insider trading* na Itália, constatou que desde 1991, quando a lei foi aprovada, até o ano 2000, apenas duas condenações ocorreram no país, inobstante tenha crescido o número de investigações levadas ao conhecimento do poder judiciário. A autora conclui que o controle do *insider trading* não pode ser tratado separadamente dos fatores institucionais, jurídicos e sociais subjacentes a qualquer sistema financeiro, sugerindo que a Itália precisa fazer duas intervenções, a saber: aprimorar a definição legal do comportamento do *insider* – que a partir da reforma legislativa ocorrida em 1998 passou a exigir a prova de que a negociação foi realizada mediante o uso de informação privilegiada - e aperfeiçoar os poderes de investigação e normatização de sua agência (Consob).

¹¹⁸ Vid. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades en la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 197.

II. DIRETIVAS 2003/6/CE E 2003/124/CE

A Diretiva 2003/6/CE define de modo unificado a todos os EEMM o conceito de informação privilegiada¹¹⁹, delimita o âmbito dos sujeitos destinatários da proibição tanto aos *insiders* quanto aos *outsiders*¹²⁰ e estabelece quais são as condutas proibidas¹²¹. Ademais, ao contrário da Diretiva anterior, expressamente

¹¹⁹ “Artigo 1º - 1. ‘Informação privilegiada’, toda a informação com carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, directa ou indirectamente, a um ou mais emitentes de instrumentos financeiros ou a um ou mais instrumentos financeiros e que, caso fosse tornada pública, seria susceptível de influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados.

Em relação aos instrumentos derivados sobre mercadorias, entende-se por ‘informação privilegiada’ toda a informação com carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, directa ou indirectamente, a um ou mais desses instrumentos derivados e que os utilizadores dos mercados em que esses instrumentos derivados são negociados esperariam receber em conformidade com práticas de mercado aceites nesses mercados”.

“No caso das pessoas encarregadas da execução de ordens relativas a instrumentos financeiros, a expressão ‘informação privilegiada’ significa também a informação veiculada por clientes e relativa a ordens pendentes dos mesmos, de natureza precisa, directa ou indirectamente relacionada com um ou mais emissores de instrumentos financeiros ou com um ou mais instrumentos financeiros e que, caso fosse tornada pública, seria susceptível de influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados”.

¹²⁰ Artigo 2º - 1. Os Estados-Membros proíbem qualquer pessoa referida no segundo parágrafo que detenha informação privilegiada de utilizar essa informação ao adquirir ou alienar, tentar adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de terceiro, directa ou indirectamente, os instrumentos financeiros a que essa informação diga respeito.

O disposto no primeiro parágrafo aplica-se a qualquer pessoa que detenha a informação em questão:

- a) Em virtude da sua qualidade de membro dos órgãos de administração, de gestão ou de fiscalização do emitente;
- b) Em virtude da sua participação no capital do emitente;
- c) Em virtude do acesso a essa informação privilegiada por força do exercício da sua actividade, da sua profissão ou das suas funções; ou
- d) Em virtude das suas actividades criminosas.

¹²¹ Artigos 2º e 3º, este último com a seguinte redação: Artigo 3º Os Estados-Membros proíbem qualquer pessoa sujeita à proibição estabelecida no artigo 2º de:

- a) Comunicar informação privilegiada a outra pessoa, excepto se essa comunicação ocorrer no âmbito do exercício normal da sua actividade, da sua profissão ou das suas funções;

consignou que, ‘sem prejuízo do direito de imporem sanções penais, os Estados-Membros asseguram, nos termos da respectiva legislação nacional, que possam ser tomadas medidas administrativas adequadas ou aplicadas sanções administrativas relativamente às pessoas responsáveis por qualquer incumprimento das disposições aprovadas por força da Diretiva’¹²².

Posteriormente, sobreveio a Diretiva 2003/124/CE, de 22 de dezembro de 2003, da Comissão das Comunidades Europeias – denominada Diretiva do Abuso de Mercado (MAD) -, que estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito à definição e revelação pública da informação privilegiada e à revelação de manipulação de mercado. A Diretiva 2003/124/CE considera que uma informação possui um *carácter preciso* se fizer referência a um conjunto de circunstâncias existentes ou *razoavelmente previsíveis*, ou a um acontecimento já ocorrido, ou razoavelmente previsível e se essa informação for suficientemente precisa para permitir retirar uma conclusão quanto ao eventual efeito desse conjunto de circunstâncias ou acontecimentos, no que se refere ao nível dos preços dos instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados.

O regime de paridade de informações, pelo qual todos os dados e informes importantes de uma empresa devem ser revelados publicamente antes que sejam usados para o comércio de ações, foi rejeitado pelo Congresso Americano, pela SEC e pela Suprema Corte dos Estados Unidos¹²³, mas foi o modelo adotado

b) Recomendar a outra pessoa que adquira ou aliene, ou induzir outra pessoa a adquirir ou alienar, com base em informação privilegiada, os instrumentos financeiros a que se refere essa informação.

¹²² Artigo 14.

¹²³ No caso *Chiarella v. United States*, 45 U.S. 222(1980), a Corte expressamente rejeitou a noção de que os mercados de valores mobiliários devem ter condições equitativas em termos de informações. Vid. CRIMMINS: “Where is the line?”, em *Columbia Business Law Review*, 2013, p. 362, o qual afirma que os Estados Unidos fizeram uma escolha consciente por um modelo de *assimetria nas informações*, que confere liberdade aos indivíduos para negociar diante de uma informação relevante ainda não tornada pública, desde que não haja violação de dever destacando, ainda, que a adoção desse modelo permite que se desenhem linhas mais claras quanto à responsabilidade do *insider trading*, ao mesmo tempo que possibilita aos comerciantes apostas mais agressivas. Nessa sistemática os fraudadores simples são facilmente identificados, contudo, comerciantes menos sofisticados - e até mesmo advogados e assessores financeiros que auxiliam os comerciantes mais sofisticados - podem ter dificuldade em antecipar se certas oportunidades comerciais potencialmente

pela União Europeia¹²⁴. Com efeito, a abordagem utilizada pela União Europeia quanto à adoção da paridade de informações¹²⁵ (*the equality theory*) para caracterizar a responsabilidade do *insider trading*, evita as incertezas que parte da doutrina afirma existirem no esquema analítico norte-americano. Na lógica europeia proíbe-se a negociação por qualquer pessoa que possua informação relevante ainda não revelada publicamente, exigindo-se que os detentores da informação relevante a tornem pública tão logo seja possível e, quando os investidores se deparam com informações privilegiadas, sabem de antemão que é ilegal usá-las para a negociação¹²⁶.

Analisando a Diretiva do Conselho 89/592 de 13/11/1989, NNONA pontua que, ao contrário da lei dos Estados Unidos, a regra para *insiders* secundários ao abrigo dessa Diretiva é aplicável independentemente da legalidade ou não dos meios, ou fonte pela qual esses obtêm informações. Devido a isso, nos termos da Diretiva, toda a cadeia de *insiders* é responsabilizada, tornando-se desnecessário provar onde o vazamento ocorreu quando se detecta que uma pessoa possui

lucrativas ultrapassarão a linha da legalidade. BAINBRIDGE, Insider Trading: An Overview, p. 14, destaca que essa assimetria de informações entre os *insiders* e os investidores públicos se extrai das regras de divulgação obrigatória das leis federais de valores mobiliários, as quais permitem que as empresas mantenham algumas informações confidenciais, ainda que sejam relevantes para a tomada de decisão de alguns investidores. Portanto, afirma que sempre haverá vencedores e perdedores nessa situação.

¹²⁴ Cfr. CRIMMINS, Stephen J.: “Where is the line?”, em *Columbia Business Law Review*, 2013, p. 331.

¹²⁵ A opção pela adoção do regime de paridade de informações está expressa na Diretiva 2003/6 do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, no artigo 1º, transcrito anteriormente. Ver UMHOEFER, Carol e PIÉTRANCOSTA, Alain: “Le Délit d’Initié: Insider Trading Law in France”, em *Columbia Journal of Transnational Law*, 1992, p. 144, que, analisando a adoção, pela França, da *equality theory*, afirmam que essa opção não deve ser vista como retrógrada pois, na verdade, é a única teoria que atualmente defende uma abordagem normativa para a regulação do mercado de valores, garantindo a distribuição justa dos riscos entre os intervenientes no mercado. **Contrariamente**, BARTALENA, Andrea: *L’Abuso di Informazioni Privilegiate*, Milano: 1989, p. 9, entende que o denominado *market egalitarianism* não pode constituir o fundamento lógico de uma disciplina do *insider trading*, pois, quando muito, pode ser um critério a justificar a ampliação dos deveres informativos – da *disclosure* – mas não é idôneo, por si, para oferecer uma base racional para a regulamentação do fenômeno, afirmando que é utópico pensar que as pessoas intervêm no mercado em *pé de igualdade*. BARTALENA conclui que o *market egalitarianism* é mais uma linha de tendência ideal, que uma justificação lógica da disciplina do *insider trading*.

¹²⁶ Vid. CRIMMINS, Stephen J.: “Where is the line?”, em *Columbia Business Law Review*, 2013, p. 359.

informação privilegiada. O conceito-chave de informação privilegiada também é definido nesse diploma legal. A base filosófica da Diretiva, na visão do aludido autor, é a substituição do *discurso do dever de confiança* por uma base mais *funcional e objetiva*, pela qual se obtém a melhoria da eficiência do mercado por meio da eliminação de uma prática que, potencialmente, é corrosiva de confiança no seu funcionamento, como é distinta da execução das obrigações fiduciárias ou de deveres próprios da administração ou de outros agentes do mercado¹²⁷.

De fato, ao contrário do que dispõe a Diretiva no seu artigo 2º, 1. (d), perante a lei americana é questionável se aquele que pratica uma atividade criminosa deve ser punido pelo crime de uso de informação privilegiada, caso não haja a violação de um dever de confiança.

Apesar do avanço representado pelas últimas Diretivas, seguiu-se observando uma série de deficiências no momento de se trasladar seu conteúdo à legislação interna dos EEMM, o que dificulta a proteção integral do mercado financeiro, por fugir da lógica estabelecida naqueles diplomas legais¹²⁸.

Com efeito, o balanço apresentado pelo Relatório do então Comitê Europeu de Regulação de Valores - CESR¹²⁹, no ano de 2008, traçou um quadro comparado da adoção da Diretiva de 2003 nos EEMM, tanto em matéria de direito administrativo, quanto no aspecto da criminalização das condutas de abuso de mercado. Assim, de acordo com o aludido Relatório, quanto ao *insider trading*, 21 de 29 países adotaram sanções administrativas pecuniárias, 24 de 29 países estipularam sanções administrativas de natureza diversa e 28 de 29 países possuem sanções penais para a prática (à exceção da Bulgária).

O paradoxo apresentado pelo relatório aludido é que, ao mesmo tempo em que a Diretiva ensejou rapidamente uma unificação do mercado financeiro, mediante a centralização europeia da atividade de vigilância rumo à propalada harmonização, verifica-se divergências de respostas sancionatórias no aspecto cri-

¹²⁷ NNONA, George C.: “International Insider Trading: Reassessing the Property and Feasibility of the U.S. Regulatory Approach”, em *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, 2001-2002, pp. 242-4.

¹²⁸ Cfr. GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos: *La protección penal transnacional de los mercados financieros*, Madrid: 2014, p. 83.

¹²⁹ Acessado no sítio http://www.esma.europa.eu/system/files/08_099.pdf, em 28-10-2015.

minal, em cada um dos EEMM, o que poderia colocar em risco a pretendida unificação¹³⁰.

Concomitantemente, a fim de obter um diagnóstico da situação existente, a Comissão Europeia, em novembro de 2008, encomendou um relatório a um grupo de alto nível, presidido por Jacques de Larosière, pretendendo a obtenção de recomendações sobre as formas de reforçar os mecanismos europeus de supervisão, de modo a garantir uma melhor proteção dos cidadãos e a repor a confiança no sistema financeiro.

Dentre outras constatações, o Relatório de Larosière, apresentado em fevereiro de 2009, concluiu que os regimes sancionatórios dos EEMM eram heterogêneos e fracos para coibir o abuso de mercado. Houve, ademais, a recomendação para a adoção de um plano de ação para reformar a regulamentação e a supervisão dos mercados¹³¹.

¹³⁰ Vid. FOFFANI, Luigi: “Politica Criminale Europea e Sistema Finanziario: L’Esempio Degli Abusi di Mercato”, em *Dirito Penale Contemporaneo*, Revista Trimestrale, 3-4/2014, Milano, p. 69.

¹³¹ Conclusão do relatório de 25 de fevereiro de 2009 do Grupo de Alto Nível sobre a supervisão financeira na UE presidido por Jacques de Larosière («Grupo de Larosière»), acessível em http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf, em 03-09-2015.

III. TRATADO DE LISBOA E COMPETÊNCIA PENAL DA UNIÃO EUROPEIA

O Tratado de Lisboa – conhecido como Tratado Reformador -, que entrou em vigor em 1 de dezembro de 2009 é, em realidade, integrado pelos dois principais Tratados da UE: o Tratado da União Europeia e o Tratado que institui a Comunidade Europeia (agora designado Tratado sobre o Funcionamento da UE), assim como por vários protocolos e declarações, anexados ao Tratado e que lhe integram.

Este Tratado conferiu novos poderes legislativos ao Parlamento Europeu, igualando-o ao Conselho de Ministros no que se refere ao processo de tomada de decisões sobre os rumos da UE – mediante procedimento legislativo ordinário - e, no que importa ao objeto deste trabalho, estabeleceu a possibilidade do desenvolvimento de uma competência penal da UE – questionada por muitos doutrinadores -, no artigo 83, com o objetivo de ‘assegurar a execução eficaz de uma política da União num domínio que tenha sido objeto de medidas de harmonização’ ^{132 - 133}.

¹³² Artigo 83 do Tratado de Lisboa:

1. O Parlamento Europeu e o Conselho, por meio de diretivas adotadas de acordo com o processo legislativo ordinário, podem estabelecer regras mínimas relativas à definição das infracções penais e das sanções em domínios de criminalidade particularmente grave com dimensão transfronteiriça que resulte da natureza ou das incidências dessas infracções, ou ainda da especial necessidade de as combater, assente em bases comuns.

São os seguintes os domínios de criminalidade em causa: terrorismo, tráfico de seres humanos e exploração sexual de mulheres e crianças, tráfico de droga e de armas, branqueamento de capitais, corrupção, contrafação de meios de pagamento, criminalidade informática e criminalidade organizada.

Consoante a evolução da criminalidade, o Conselho pode adoptar uma decisão que identifique outros domínios de criminalidade que preencham os critérios referidos no presente número. O Conselho delibera por unanimidade, após aprovação do Parlamento Europeu.

2. Sempre que a aproximação de disposições legislativas e regulamentares dos Estados-Membros em matéria penal se afigure indispensável para assegurar a execução eficaz de uma política da União num domínio que tenha sido objeto de medidas de harmonização, podem ser estabelecidas por meio de diretivas regras mínimas relativas à definição das infracções penais e das sanções no domínio em causa. Essas diretivas são adotadas de acordo com um processo legislativo ordinário ou especial idêntico ao utilizado para a adoção das medidas de harmonização em causa, sem prejuízo do artigo 76.º.

Ademais, com a entrada em vigor desse Tratado elimina-se formalmente a estrutura de pilares ao se possibilitar a integração normativa em matéria penal mediante a comunitarização do primeiro pilar, ao se autorizar a União Europeia a harmonizar o direito penal dos EEMM por um único instrumento normativo, com o que, a soberania desses deixa de ser absoluta em matéria penal¹³⁴.

Esse novo panorama de desenvolvimento de uma competência penal da UE somente foi possível porque, como a doutrina previra anos antes, identificou-se no sistema de Direito Penal um caráter supranacional, considerando-se os valores comuns existentes nas Constituições ocidentais atuais e nessa perspectiva, nada mais adequado que incursionar na pretendida harmonização pelo paradigma do Direito penal da globalização, que é o delito econômico¹³⁵.

¹³³ TIEDEMANN, Klaus: *Manual de Derecho Penal Económico. Parte General y Especial*. Coords. de Tradução Manuel ABANTO VÁSQUEZ e Adán NIETO MARTÍN, Valencia: 2010, p. 234, entende que o aludido dispositivo constitui uma autorização para descrição dos elementos típicos e, por conseguinte, deve ser lido como uma competência para o estabelecimento de normas supranacionais. Contrariamente, ao analisar a Constituição europeia, BACIGALUPO, Silvina: “Derecho Penal y Construcción Europea”, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Barcelona: 2005, p. 138, refuta a possibilidade da UE possuir competência direta em matéria penal, uma vez que se rege pelos princípios da atribuição e da subsidiariedade. Adotando uma postura mais rígida, ainda, no sentido de que eventual competência penal da UE deveria ser expressa, ver MUÑOZ DE MORALES ROMERO, Marta: *El legislador Penal Europeo: Legitimidad y Racionalidad*, Pamplona: 2011, p. 293. SOTIS, Carlo: “Il Trattato Di Lisbona e Le Competenze Penali Dell’Unione Europea”, em *Osservatori*, nº 3, 2010, acessado em <http://biblioteca.luiss.it/novita-tema-di-diritto-penale-europeo>, na data de 27-10-2015, p. 344, afirma que o Tratado assegura à UE a possibilidade de eleger quais as condutas passíveis de pena devem ser regulamentadas em âmbito europeu, por lesarem seus interesses financeiros (artigo 86 § 2º TFUE). Todavia, o autor entende que o art. 83 TFUE estabelece uma competência penal restritiva, pois não reconhece à União competência para impor penas.

¹³⁴ Vid., neste sentido, QUINTERO OLIVARES, Gonzalo/GONZÁLEZ BONDIA, Alfonso/FALLADA GARCÍA-VALLE, Juan Ramón: La construcción del bien jurídico protegido a partir de la Constitución, em *Derecho Penal Constitucional*, dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Jordi JARIA I MANZANO, Valencia: 2015, pp. 117-119.

¹³⁵ Ver SILVA SÁNCHEZ, Jesús Maria: “El Derecho Penal ante la Globalización y la Integración Supranacional”, em *RBCCrim*, São Paulo: 1998, pp. 68-70, o qual faz ampla análise das dificuldades de obtenção de uma harmonização de legislação penal entre países com âmbitos culturais e tradições jurídicas muito distintas – destacando a primazia do legalismo na tradição francesa, do direito processual na vertente anglo-saxã e das categorias do injusto e da culpabilidade na tradição jurídica alemã -, como é o caso dos EEMM, para concluir que é possível o compartilhamento de um *contexto valorativo* para o segmento que denomina genericamente *comunidade ocidental*. Ver, também, SILVA SÁNCHEZ, Jesús Maria: *Fundamentos del Derecho Penal de la Empresa*, Madrid: 2013, p. 3, ao ressaltar que o

Essa possibilidade de o Direito Comunitário originário gerar consequências no Direito Penal estatal, inclusive, derogando normas, é correntemente aceita na atualidade¹³⁶, inclusive quanto ao aspecto positivo de imposição do *ius puniendi*¹³⁷, quando a União fixa obrigações que levam à alteração das legislações internas dos EEMM¹³⁸. Esse estado de coisas levou alguns doutrinadores a afirmarem que o paradigma “del viejo Estado soberano ha pasado a ser inadecuado y ha quedado obsoleto. El Estado es ya demasiado grande para las cosas pequeñas y

tensionamento existente na análise dogmática do direito penal econômico de base alemã deriva basicamente da globalização, em particular do direito penal internacional oriundo da tradição jurídica anglo-americana, com sua *forte implicação biunívoca substantivo-processual*; FERRAJOLI, Luigi: *Derechos y Garantías – La Ley del más débil*, Madrid: 2001, p. 151, afirma que o Direito é a “razão artificial” já utilizada no passado para modelar o Estado em suas relações internas e agora é manejado para a “superação da própria forma de Estado nacional e refundação do direito internacional não já sobre a soberania dos Estados, senão sobre a autonomia dos povos”; VOGEL, Joachim: “Derecho Penal y Globalización”, trad. Manuel CANCIO MELIÁ, Universidad Autónoma de Madrid, em *La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, AFDUAM, nº 12, Madrid: 2012, p. 124, opina que a ciência do Direito Penal deve seguir mudando sob o impacto da globalização; PRIETO SANCHÍS, Luis: *El Constitucionalismo de los derechos. Ensayos de filosofía jurídica*, Madrid: 2013, pp. 232-4, delimita três âmbitos de relevância da *globalização*, fenômeno ocorrido a partir dos anos 1980: a *globalização informativa* ou da comunicação – com o surgimento da internet, de dimensão universal e que eliminou as fronteiras; a *globalização humana* – cujo fluxo de correntes migratórias é o traço mais dramático do fenômeno; e a *globalização econômica* que, devido a sua característica infraestrutural é a mais determinante de todas, por levar os Estados a se converterem em sujeitos do mercado, abdicando de seu *imperium*. É quanto a esta última acepção que se emprega o conceito de *globalização* neste trabalho.

¹³⁶ BAJO FERNÁNDEZ, Miguel: “El Derecho Penal: Concepto y Función”, em *Introducción al Derecho Penal*, Juan Antonio Lascaraín Sánchez (ed.), Navarra: 2011, p. 49, afirma a existência de um Direito Penal europeu por aplicação dos princípios de harmonização e reconhecimento mútuo, os quais levaram os ordenamentos internos dos EEMM a tutelar a proteção dos interesses financeiros da União Europeia, e na parte que interessa a este trabalho, a regulamentar o uso de informação privilegiada.

¹³⁷ Cfr. QUINTERO OLIVARES, Gonzalo/GONZÁLEZ BONDIA, Alfonso/FALLADA GARCÍA-VALLE, Juan Ramón: “La construcción del bien jurídico protegido a partir de la Constitución”, em *Derecho Penal Constitucional*, dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Jordi JARIA I MANZANO, Valencia: 2015, p. 96, os quais advertem que com a sobrevivência da Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea no ano 2000, afirmando estar na base de todo o direito europeu o respeito aos direitos fundamentais, estabeleceu-se para os penalistas o pressuposto lógico para o acolhimento de uma ideia comum do que é materialmente justo ou injusto.

¹³⁸ Vid, por todos, RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades en la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, pp. 297-299.

demasiado pequeno para las cosas grandes”¹³⁹ – ou seja, demasiado grande para a maioria das atuais funções administrativas e demasiado pequeno para as funções de governo e de tutela, que são imprescindíveis no processo de internacionalização da economia.

Inspirada por essa filosofia, a Comissão Europeia, em 20-09-2011, elaborou uma comunicação ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comitê econômico e social Europeu e ao Comitê das Regiões, intitulada “Rumo a uma política da UE em matéria penal: assegurar o recurso ao direito penal para uma aplicação efetiva das políticas da UE” (COM (2011) 573 final). Essa comunicação teve por escopo “apresentar um quadro para o desenvolvimento futuro de uma política da UE em matéria penal ao abrigo do Tratado de Lisboa”¹⁴⁰.

É evidente a mudança de foco nas preocupações da UE quanto à proteção dos seus interesses financeiros, diante da luta contra a criminalidade transnacional, a ponto de parte da doutrina afirmar que a estrutura do Tratado de Lisboa avança no sentido de construir um verdadeiro *ius puniendi* europeu¹⁴¹.

¹³⁹ Cfr. FERRAJOLI, Luigi: *Derechos y Garantías – La Ley del más débil.*, Madrid: 2001, pp. 150-1.

¹⁴⁰ Constou, ao início do documento, a fundamentação quanto à necessidade de elaboração de diretivas no âmbito penal, nas seguintes letras: “A União Europeia dispõe agora de uma base jurídica expressa para a adoção de diretivas no domínio do direito penal, com vista a assegurar uma aplicação efetiva das suas políticas que foram objeto de medidas de harmonização. Uma política da UE em matéria penal deve ter como objetivo geral reforçar a confiança dos cidadãos tendo em conta o fato de viverem numa Europa de liberdade, segurança e justiça, de o direito da UE que protege os seus interesses ser plenamente aplicado e executado e, ao mesmo tempo, de a UE agir no pleno respeito da subsidiariedade e da proporcionalidade e dos outros princípios básicos do Tratado”.

¹⁴¹ Vid. GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos: *La protección penal transnacional de los mercados financieros*, Madrid: 2014, pp. 54 e 61; GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos: “Constitución Europea y Derecho Penal: ¿Hacia un Derecho Penal Federal Europeo?”, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Barcelona: 2005, p. 185. BACIGALUPO, Silvina: “Derecho Penal y Construcción Europea”, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Barcelona: 2005, p. 126, ressalta que a expressão ‘interesses financeiros’, que define o objeto de proteção jurídica, não é adequada, porque não pertence a nenhuma categoria de caráter jurídico-penal. Sugere que o mais recomendável seria a referência a bens jurídicos ‘comunitários’, que possuem caráter patrimonial e econômico reconhecido e sobrepõem os valores particulares de cada EEMM. Ver, ainda, PRIETO SANCHÍS, Luis: *El Constitucionalismo de los derechos. Ensayos de filosofía jurídica*, Madrid: 2013, p. 236, com crítica ao fato de a União Europeia, ao tempo em que operou esvaziamento de competências estatais com a criação de um Direito próprio, não se preocupou com a democratização na adoção de decisões,

A doutrina especializada afirma tratar-se de um exemplo significativo do processo de *europização do direito penal econômico*, tanto em razão da importância do bem jurídico – relativo à estabilização e à consolidação da confiança do público e do investidor no bom funcionamento do mercado financeiro, em razão da concretização do mercado único europeu dos serviços financeiros – quanto porque se trata de um processo de harmonização da disciplina sancionatória nacional inteiramente conduzida no sentido do direito comunitário¹⁴².

GÓMEZ-JARA¹⁴³ afirma que se ao ensejar à UE a possibilidade de estabelecer Diretivas em matéria penal (art. 83 Tratado de Funcionamento de la Unión Europea), bem como, ao se prever a existência de um Ministério Público Europeu (art. 86 TFUE), assim como a potencial criação de um tribunal especializado em matéria penal (art. 275 TFUE), proporcionou-se os fundamentos da instituição de um autêntico *Direito Penal Europeu*¹⁴⁴.

observando-se a preponderância que ainda exercem as instâncias executivas sobre as parlamentares, sobremaneira dos Estados que ocupam posição hegemônica nessa estrutura.

¹⁴² Cfr. FOFFANI, Luigi: “Politica Criminale Europea e Sistema Finanziario: L’Esempio Degli Abusi di Mercato”, em *Dirito Penale Contemporaneo*, Revista Trimestrale, 3-4/2014, Milano, p. 67.

¹⁴³ Em *La protección penal transnacional de los mercados financieros*, Madrid: 2014, p. 54. Ver, também, BAJO FERNÁNDEZ, Miguel: “El Derecho Penal: Concepto y Función”, em *Introducción al Derecho Penal*, Juan Antonio Lascaraín Sánchez (ed.), Navarra: 2011, pp. 49-50, o qual entende desnecessário para a existência de um Direito Penal Europeu uma Constituição Europeia e um Tribunal Constitucional europeu, uma vez que a UE possui instituições equivalentes, assim identificada a primeira(em sentido formal) nos Tratados Constitutivos da União Europeia, salientando que o Convenio Europeu de Direitos Humanos e a Carta de Direitos Fundamentais foram considerados vinculantes por juízes comunitários e internacionais, apesar de não possuírem valor jurídico do ponto de vista formal. De outra parte, segundo BAJO FERNÁNDEZ, a função de Tribunal Constitucional é muito bem cumprida pelo Tribunal de Justiça das Comunidades europeias, ao se admitir o exercício das pretensões individuais dos cidadãos europeus, que podem invocar os direitos fundamentais do Convênio Europeu de Direitos Humanos. Vid, ainda, TIEDEMANN, Klaus: *Manual de Derecho Penal Económico. Parte General y Especial*. Coords. de Tradução Manuel ABANTO VÁSQUEZ e Adán NIETO MARTÍN, Valencia: 2010, pp. 235-236, que denomina a possibilidade de edição de Diretivas em matéria penal como *competência anexa*, relativa a âmbitos extrapenais de políticas comunitárias, já previamente harmonizados, por afetar as liberdades básicas de livre circulação de mercadorias, pessoas, capitais e meios de pagamento, bem como a outros setores reputados relevantes. O autor, ademais, vê contradição no fato de infrações a normas jurídicas comuns a toda a UE possuírem penas distintas dependendo do lugar em que as infrações são praticadas.

¹⁴⁴ Vid. crítica de SCHÜNEMANN, Bernd: “El Principio de Protección de Bienes Jurídicos como Punto de Fuga de los Límites Constitucionales de los Tipos Penales y de su Interpretación”.

Nesse contexto de globalização, todos os ordenamentos jurídico-penais devem ser tratados como equivalentes, inclusive quanto ao trato do Direito Penal, adquirindo relevância o aspecto material objeto da harmonização, em detrimento do aspecto sistemático ou dogmático¹⁴⁵.

A construção de um Direito Penal Europeu requer, como salientado na doutrina, uma identificação com os princípios basilares da cultura jurídico penal europeia, mediante a necessária unificação de condutas típicas e sanções penais, pois somente assim é possível desenvolver o âmbito de segurança, liberdade e justiça propugnado pela Constituição Europeia¹⁴⁶.

ción”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, p. 226, ao que denomina *europeização do Direito Penal*, atualmente em processo, que não conduz, segundo sua ótica, a uma otimização da proteção de direitos fundamentais, senão a uma otimização das competências de intervenção estatal e por esse motivo, afirma que o princípio de proteção de bens jurídicos representa a pedra sólida do pensamento liberal e por conseguinte, da justiça, que não devem ser sacrificados em razão da aludida *europeização*. BACIGALUPO, Silvina: “Derecho Penal y Construcción Europea”, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Barcelona: 2005, pp. 142-143, afirma que a defesa dos bens jurídicos comunitários – dentre os quais, os interesses financeiros - deve ser de competência da União e, corroborando a afirmação, menciona que diversas Diretivas e Regulamentos já foram transpostas para as legislações nacionais dos EEMM, caracterizando o que denomina de uma ‘política criminal europeia’.

¹⁴⁵ Cfr. VOGEL, Joachim: “Derecho Penal y Globalización”, trad. Manuel CANCIO MELIÁ, Universidad Autónoma de Madrid, em *La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, AFDUAM, nº 12, Madrid: 2012, pp. 124 e ss.

¹⁴⁶ Vid. BACIGALUPO, Silvina: “Derecho Penal y Construcción Europea”, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Barcelona: 2005, p. 147.

IV. AUTORIDADE EUROPEIA DOS VALORES MOBILIÁRIOS E DOS MERCADOS – ESMA (EUROPEAN SECURITY MARKET AUTHORITY)

Na esteira da crise econômica iniciada nos EUA e que se estendeu a todos os mercados financeiros, a partir de 2008, levando à queda das bolsas de valores e à quebra de instituições financeiras – ocasionando generalizada perda de confiança dos emissores e subscritores dos títulos negociados então – em dimensões não vistas desde 1929¹⁴⁷, a União Europeia sentiu a necessidade de um aperfeiçoamento não apenas no plano legislativo, mas principalmente no marco das estruturas de supervisão dos mercados, uma vez que em diversos EEMM as agências se revelaram ineficientes para coibir e fiscalizar os abusos de mercado. Como desdobramento do relatório de Larosière¹⁴⁸, sugeriu-se a criação de uma entidade de supervisão que seria encarregada de realizar uma harmonização regulatória no setor, a qual foi aprovada pela Directiva 2010/78/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010 e por Regulamentos.

Criou-se, assim, um Sistema Europeu de Supervisão Financeira (European System of Financial Supervisors - ESFS), integrado por três autoridades europeias encarregadas de regulação, dentre as quais, a que interessa para fins deste trabalho, na área mobiliária, a European Securities and Markets Authority (ESMA)¹⁴⁹.

A ESMA possui personalidade jurídica¹⁵⁰, atua em coordenação com as demais autoridades internas de cada Estado Membro, formando com essas o

¹⁴⁷ Vid. RECALDE CASTELLS, André: “Reflexiones sobre los efectos de la crisis en la regulación del sistema financiero”, em *Estado y mercado en situación de crisis*, AFDUAM, nº 12, Madrid: 2012, pp. 122-123.

¹⁴⁸ Acessível em http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf, em 03-09-2015.

¹⁴⁹ Criada pelo Regulamento UE nº 1095/2010, de 24 de novembro de 2010, do Parlamento Europeu e do Conselho. RECALDE CASTELLS, André: “Reflexiones sobre los efectos de la crisis en la regulación del sistema financiero”, em *Estado y mercado en situación de crisis*, AFDUAM, nº 14, Madrid: 2010, pp. 125-126, afirma que os mercados financeiros solicitaram aos poderes públicos mais regulação no setor, de modo a adotar uma função de garantia do funcionamento do mercado.

¹⁵⁰ Nos termos do artigo 5º do Regulamento UE nº 1095/2010.

ESFS¹⁵¹ que, ademais, é integrado pelo Comitê Europeu do Risco Sistémico (ESRB) e por outras autoridades que o Regulamento nomina. Dentre as atribuições da ESMA, cabe destacar a função de supervisão das demais autoridades nacionais, com poder de estabelecer orientações e recomendações, bem como de elaborar projetos de normas técnicas de regulamentação e de execução¹⁵², a par de promover a proteção dos investidores¹⁵³.

GÓMEZ-JARA¹⁵⁴ conclui que com a instituição da ESMA criou-se um novo regulador dos mercados financeiros europeus – reforçando a ideia de proteção transnacional dos mercados financeiros internacionais - e isso terá repercussão tanto na aplicação do direito interno de cada Estado Membro que atente contra o mercado financeiro, quanto em relação ao incipiente Direito penal financeiro europeu.

¹⁵¹ Artigo 5º do Regulamento UE nº 1095/2010.

¹⁵² Artigo 8º, 1 “a” do Regulamento UE nº 1095/2010.

¹⁵³ Artigo 8º, 1 “h” do Regulamento UE nº 1095/2010.

¹⁵⁴ Em *La protección penal transnacional de los mercados financieros*, Madrid: 2014, pp. 68 e ss.

V. REGULAMENTO (UE) N. ° 596/2014 DO PARLAMENTO EUROPEU
E DO CONSELHO, DE 16 DE ABRIL DE 2014, RELATIVO AO
ABUSO DE MERCADO (REGULAMENTO DO ABUSO DE MER-
CADO - MAR)¹⁵⁵

Como é possível observar, nesse histórico breve do Direito Europeu em matéria penal, quando a UE busca proteger, mediante normas jurídicas, os bens relevantes para a sociedade europeia, desde o princípio se destaca a relevância do aspecto econômico, uma vez que as origens da UE estão intrinsecamente relacionadas com a existência de uma sociedade econômica. Assim, de certo modo, em razão dessa gênese, justifica-se maior legitimação do Direito Penal econômico no âmbito europeu¹⁵⁶. Esse estado de coisas levou a doutrina a afirmar que atualmente a competência do legislador nacional para conformar o direito penal encontra-se limitada pela Constituição de cada país e também pelo Direito da União Europeia, que possui uma categoria superior em relação ao direito penal de cada Estado Membro¹⁵⁷.

É de se destacar, ainda, que uma tal harmonização da matéria penal no âmbito da UE era algo impensável décadas atrás, porém, no atual estágio de desenvolvimento jurídico existente, tornou-se, acima de tudo, uma necessidade.

O Regulamento do Abuso de Mercado – MAR (UE) N. ° 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho¹⁵⁸, de 16 de abril de 2014 - que produz efeitos

¹⁵⁵ Este Regulamento ficou conhecido por MAR, relativamente ao significado em inglês ‘Market Abuse Rule’ e, com exceção de alguns artigos que já possuem eficácia desde 02-07-2014, quando entrou em vigor, a maioria dos dispositivos aprovados somente passaram a ser aplicáveis a partir de 03-07-2016.

¹⁵⁶ Vid, a respeito, GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos: “Constitución Europea y Derecho Penal: ¿Hacia un Derecho Penal Federal Europeo?”, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Barcelona: 2005, p. 193

¹⁵⁷ Cfr. TIEDEMANN, Klaus: *Manual de Derecho Penal Económico. Parte General y Especial*. Coords. de Tradução Manuel ABANTO VÁSQUEZ e Adán NIETO MARTÍN, Valencia: 2010, pp. 228-9, o qual afirma que se a norma penal contraria a Constituição é nula e se contraria o Direito da União Europeia, é inaplicável.

¹⁵⁸ O Regulamento revogou expressamente a Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e as Diretivas 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE da Comissão. De acordo com ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, Carlos: *Los Delitos Bursátiles*, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Monografía nº 7, Madrid: 2011, pp. 93-94, há uma diferença entre

desde 03 de julho de 2016 -, aprovado de forma ordinária, destaca a importância que teve a Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho para *completar e atualizar* o quadro jurídico da União, como forma de proteger a integridade do mercado. Entretanto, ressalta nos considerandos que, tendo em conta os desenvolvimentos registrados desde a entrada em vigor daquela Diretiva - quer em nível legislativo, ou dos mercados e também no aspecto tecnológico -, os quais deram origem a mudanças significativas no panorama financeiro, faz-se necessário substituir essa diretiva, a fim de atualizar a normatização europeia às evoluções experimentadas. Nota-se uma evolução jurídica no sentido da construção de uma unidade de princípios, abstraindo-se as divergências existentes entre sistemas de diferentes tradições jurídicas, como o continental com forte característica alemã, o francês e o da *common law*¹⁵⁹.

Dentre os objetivos listados nos considerandos do Regulamento, destaca-se: assegurar aos participantes do mercado mais segurança jurídica; estabelecer um quadro jurídico mais uniforme e mais sólido em matéria de abuso de mercado, a fim de preservar a integridade deste; reduzir a complexidade regulamentar e os custos de conformidade para as empresas, sobretudo no caso de empresas com atividades transfronteiriças; contribuir para eliminar distorções da concorrência.

O Regulamento ampliou o âmbito de aplicação da Diretiva de Abuso de Mercado a novas plataformas de negociação e instrumentos financeiros, acarretando, como consequência, que a MAD não se aplicará somente aos valores negociados nos mercados secundários oficiais, como ocorre hoje na Espanha¹⁶⁰. Com efeito, ao observar que os instrumentos financeiros estão sendo cada vez mais negociados em sistemas de negociação multilateral ou em outros tipos de sistemas de negociação organizada, o Regulamento, em suas considerações iniciais, pretendeu

harmonização e unificação, pois enquanto aquela consistiria na aplicação direta de Regulamentos comunitários, esta se caracteriza pela edição de Diretivas que ainda precisam ser transpostas nos ordenamentos internos dos EEMM, antes de poder ser aplicadas. Ressalta o autor que esta última forma é que prevaleceu, ao menos no que se refere à regulação dos interesses financeiros da CE.

¹⁵⁹ Sobre a aproximação entre os sistemas, remete-se à nota 13.

¹⁶⁰ Vid. BLOK, Marcella: “Abuso del Poder de Mercado – Mudanzas Significativa Decorrentes del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo del 16.04.2014 – Derecho Comparado Brasileiro y Español”, em *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo: 2015, p. 210.

abarcam “qualquer instrumento financeiro admitido à negociação num mercado regulamentado, MTF ou OTF, e qualquer outra conduta ou ação que se possa repercutir nesses instrumentos financeiros, independentemente de se efetuar numa plataforma de negociação”¹⁶¹. Assim, constata-se no artigo 2º do Regulamento o alargamento do escopo de aplicação do regime do abuso de mercado a contratos de mercadoria à vista (que afetam o preço de instrumentos financeiros), a índices de referência (benchmarks), aos leilões de licenças de emissão, bem como aos emissores de instrumentos financeiros, ainda que exclusivamente negociados em sistema de negociação multilateral, particularmente no que diz respeito aos deveres de informação desses emissores.

Excetuando a novidade de o Regulamento criar uma nova definição de Informação Privilegiada em relação aos instrumentos derivados sobre matéria prima, foi mantido no texto o conceito de Informação Privilegiada da Diretiva de Abuso de Mercado e como tal, adotado pela LMV - identificada como a que possui *caráter preciso*, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emissores ou a um ou mais instrumentos e que, caso fosse tornada pública, seria idônea para influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados. O artigo 7.º do Regulamento considera *idônea*, para esses fins, a informação que um *investidor razoável* utilizaria normalmente para fundamentar em parte as suas decisões de investimento.

A novidade desse texto legal foi o desdobramento em mais uma segunda conduta relativa à informação privilegiada, na definição do abuso de mercado, ainda visto como o gênero de condutas ilícitas nos mercados financeiros, que passam a ser assim entendidas: o abuso de informação privilegiada, a transmissão ilícita de informação privilegiada e a manipulação de mercado¹⁶².

Impende destacar que o Regulamento (UE) 596/2014 estabelece requisitos em relação à forma como devem ser recolhidos dados de referência dos instrumentos financeiros, indicando que isso deve ser feito através do SDRIF – Sistema de Dados de Referência dos Instrumentos Financeiros, que está sendo elaborado

¹⁶¹ Considerando nº 8 do Regulamento.

¹⁶² Considerando nº 7 do Regulamento.

pela ESMA em conjunto com as Autoridades Nacionais Competentes – ANC, para interligar os fluxos de dados e a plataforma de negociação de toda a UE. Assim, em que pese o texto já estar em vigor, ocorre que tal sistema não estará totalmente operacional até janeiro de 2018, razão pela qual sobreveio o Regulamento (UE) 2016/1033 do Parlamento Europeu e do Conselho, que adiou a data de publicação do artigo 4º, números 2 e 3, do Regulamento (UE)596/2014 até 2 de janeiro de 2018.

O traço distintivo do MAR é o fato de ser um Regulamento europeu de aplicação direta, e por conseguinte, não necessitar de transposição para o ordenamento interno dos EEMM, uma vez que vincula, desde o dia 03-07-2017, todos os agentes do mercado, notadamente os emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou num sistema de negociação multilateral, as entidades gestoras destes mercados, os intermediários financeiros e os analistas.

VI. DIRETIVA 2014/57/UE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO, SOBRE SANÇÕES PENAIS APLICÁVEIS AO USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA E MANIPULAÇÃO DE MER- CADO

A doutrina sempre tratou com cautela uma integração europeia em matéria penal, dados os distintos sistemas penais existentes na Europa Continental e nos países de influência anglo-saxã, ao apontar que para estes não há uma sistematização estrutural de leis penais, pois os dispositivos legais estão dispersos em leis esparsas de cunho civil, mercantil ou administrativo, similares às leis especiais do sistema continental¹⁶³.

Inobstante as divergências existentes entre os sistemas legais, é perceptível que a globalização – vista como uma das características definidoras dos modelos sociais pós-industriais - conduziu o Direito Penal a demandas de índole práticas, no sentido de uma abordagem mais eficaz da criminalidade, acentuando o que já se observava nas legislações nacionais em matéria de luta contra a criminalidade econômica, induzindo a *concretas respuestas jurídico-penais supranacionales*¹⁶⁴.

GÓMEZ-JARA faz uma análise da alteração do panorama europeu após o desencadeamento da crise financeira de 2008-2012, para concluir que o fato de a União Europeia ter socorrido vários EEMM mediante a imposição de adoção de medidas de austeridade - nos planos político e econômico -, conferiu-lhe maior legitimidade de intervenção, intensificando-se a transferência de soberania desses em relação àquela, primordialmente nos setores bancário e financeiro¹⁶⁵.

¹⁶³ Vid. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*. Valencia: 1997, pp. 187-8.

¹⁶⁴ Ver SILVA SÁNCHEZ, Jesús Maria: “El Derecho Penal ante la Globalización y la Integración Supracional”, em *RBCCrim*, São Paulo: 1998, pp. 65-6.

¹⁶⁵ Cfr. GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos: *La protección penal transnacional de los mercados financieros*, Madrid: 2014, pp. 51-3. Ver, também, OVEJERO LUCAS, Félix: “Mercado Financiero, responsabilidad y soluciones globales”, em *La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, AFDUAM, nº 12, Madrid: 2012, p. 425, ao afirmar que a crise nos mercados financeiros deve ser enfrentada com soluções políticas que apontam na direção de *diseños*

Já era esperado por estudiosos da área que essa integração econômica desse lugar à aparição de novas formas delitivas, resultantes de uma delinquência contra os interesses financeiros da UE¹⁶⁶, bem como era antevista uma linha ascendente de regulamentação da UE nesta área¹⁶⁷. É de se ressaltar que a política europeia, no que tange à proteção dos interesses financeiros da UE, de fato, ultrapassou o estágio inicial em que se buscava a assimilação desses valores nos ordenamentos nacionais dos EEMM, passando a concentrar-se na busca efetiva de uma profunda harmonização do Direito penal¹⁶⁸.

Como primeira tentativa de implementar o artigo 83, parágrafo 2 do Tratado de Lisboa - o qual prevê a adoção de mínimas regras comuns no contexto da legislação penal quando essa se prova for essencial para assegurar a efetiva implementação da harmonização da política da UE – surgiu a Diretiva 2014/57/UE do Parlamento Europeu e do Conselho¹⁶⁹, que entrou em vigor em 02-07-2014 e cujo prazo de incorporação terminou em 03-07-2016, sobre as sanções penais aplicáveis às operações com informação privilegiada e à manipulação de mercado – práticas que, em conjunto, são conhecidas como abuso de mercado (*market abuse*).

Em princípio parece haver certa sobreposição entre a Diretiva 2014/57 e o Regulamento (UE) 596/2014, que deve ser respondida com a lógica de funcionamento do Direito da UE, como adverte Adán NIETO MARTÍN¹⁷⁰, pois ambos constituem complementos de uma unidade de regulação, sendo que a Diretiva, ao

institucionais transnacionais. E é exatamente isso que identificamos na evolução do entendimento da UE em matéria de *insider trading*.

¹⁶⁶ Ver SILVA SÁNCHEZ, Jesús Maria: “El Derecho Penal ante la Globalización y la Integración Supranacional”, em *RBCCrim*, São Paulo: 1998, p. 67; BACIGALUPO, Enrique: *Teoría y Práctica del Derecho Penal, Tomo II*, Madrid: 2009, pp. 800-1, 810-11.

¹⁶⁷ Vid. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 141, que preconizava essa evolução.

¹⁶⁸ Vid. BACIGALUPO, Silvina: “Derecho Penal y Construcción Europea”, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Barcelona: 2005, p. 130.

¹⁶⁹ COM (2011) 654 final.

¹⁷⁰ Cfr. NIETO MARTÍN, Adán: “The times they are a changing’: También para el Insider Trading: Caso Tabacalera”, em *Fraude a Consumidores y Derecho Penal. Fundamentos y talleres de leading cases*. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO e Víctor GÓMEZ MARTÍNS, coord. Vicente VALIENTE IVÁÑEZ, Madrid: 2016, p. 450.

harmonizar direitos, se funda no artigo 83.2 do TFUE e o Regulamento está assentado no artigo 114 do TFUE.

A Diretiva advém da constatação de que os atuais regimes de sanção aplicados pelos EEMM para as infrações de abuso de mercado – vigentes desde 2003 - não se provaram efetivos o suficiente para proteger eficazmente os mercados financeiros, mormente porque há divergências de definição quanto a tais crimes, o que possibilita que muitos infratores se beneficiem dessas lacunas¹⁷¹. A título de exemplo, a exposição de motivos da então Proposta de Diretiva revelava que “cinco Estados-Membros não preveem sanções penais em caso de publicação de informação privilegiada pelos iniciados primários e oito Estados-Membros não o fazem em relação aos iniciados secundários. De referir ainda que um Estado-Membro não impõe atualmente qualquer sanção penal por abuso de informação privilegiada por parte de um dos iniciados primários e quatro não o fazem quando há manipulação de mercado. Uma vez que o abuso de mercado pode ter lugar além-fronteiras, esta divergência é prejudicial para o mercado interno e deixa uma certa margem para que autores de abusos de mercado os possam cometer em jurisdições que não preveem sanções penais para uma determinada infração”¹⁷².

O objetivo da Diretiva é o de estabelecer “normas mínimas aplicáveis às sanções penais para o abuso de informação privilegiada, a transmissão ilícita de informação privilegiada e a manipulação de mercado, a fim de garantir a integridade dos mercados financeiros da União e aumentar a proteção dos investidores e a confiança nesses mercados”¹⁷³.

Concordamos com GÓMEZ-JARA quando afirma que a crise da dívida soberana e a ameaça que isso supõe para a Eurozona revelam a necessidade de um sistema integral de proteção aos mercados financeiros da UE, porquanto a imple-

¹⁷¹ Motivações expostas no MEMO/12/963 da Comissão Europeia, acessado em 27/09/2015 no sítio http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-963_en.htm

¹⁷² Parágrafo 1 da Exposição de Motivos da Proposta – Contexto da Proposta, acessado em 27-09-2015, em <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2011/PT/1-2011-654-PT-F1-1.Pdf>.

¹⁷³ Artigo 1 da Diretiva 2014/57/UE.

mentação de tais mecanismos evitaria a prática de condutas que podem desestabilizar a economia dos EEMM e ameaçar a existência da Eurozona¹⁷⁴.

E essa análise resulta clara quando se verificam os termos da Diretiva aprovada que, em diversos trechos, alude à importância de se coibir o abuso de mercado mediante a edição de legislação penal¹⁷⁵.

A Diretiva deixa evidente o objeto de proteção da regulamentação que procura harmonizar, ao asseverar que “Devido aos efeitos adversos que as tentativas de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado têm sobre a integridade dos mercados financeiros e a confiança dos investidores nestes merca-

¹⁷⁴ Neste sentido: GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos: *La protección penal transnacional de los mercados financieros*, Madrid: 2014, p. 62; Ver NAUCKE, Wolfgang: *El concepto de delito económico-político – Una aproximación*. Tradução Eugenio Sarabayrouse, Madrid: 2015, pp. 35 e ss. O autor, durante o desenvolvimento da obra, aprova a ideia do fortalecimento do Direito Penal Internacional, que deve ser complementado pelo Direito Penal Econômico Internacional, a fim de se ordenar a preocupação que reputa fundamental do Direito moderno, sintetizada em “controlar todo poder sobre la libertad humana”. Contrariamente, FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo: “¿Transformación del Derecho Penal por la protección de la estabilidad financiera internacional como bien jurídico global?” em *La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, AFDUAM, nº 12, Madrid: 2012, pp. 132-3, afirma que é nula a capacidade do Direito Penal de prevenir crises ou catástrofes internacionais e muito menos é a solução para a crise econômica.

¹⁷⁵ Destaca-se no considerando nº 7 que “nem todos os Estados-Membros previram sanções penais para algumas formas de violação grave da legislação nacional de execução da Diretiva 2003/6/CE. Diferentes abordagens dos Estados-Membros comprometem a homogeneidade das condições de funcionamento do mercado interno e podem constituir um incentivo para as pessoas cometerem abusos de mercado em Estados-Membros que não preveem sanções penais para estas infrações. Além disso, até hoje, não houve, em nível de União Europeia, qualquer entendimento sobre qual a conduta considerada como uma violação grave das normas relativas aos abusos de mercado. Por conseguinte, deverão ser estabelecidas normas mínimas relativas à definição de infrações penais cometidas por pessoas singulares, à responsabilidade das pessoas coletivas, assim como às sanções aplicáveis. A existência de normas mínimas comuns também possibilitaria a utilização de métodos mais eficazes de investigação e permitiria uma cooperação efetiva nos Estados-Membros e entre eles. Na sequência da crise financeira, tornou-se evidente que a manipulação de mercado pode causar danos consideráveis nas vidas de milhões de pessoas. O escândalo Libor, que dizia respeito a um caso grave de manipulação de índices de referência, demonstrou que a existência de problemas e lacunas *relevantes* possui um impacto muito grave na confiança do mercado e pode resultar em perdas significativas para os investidores e em distorções da economia real. A inexistência de regimes de sanções penais comuns à escala da União permite que os autores de abusos de mercado tirem partido dos regimes mais favoráveis existentes em alguns Estados-Membros. A imposição de sanções penais às infrações de abuso de mercado acarretará um efeito dissuasor acrescido sobre os potenciais infratores”.

dos, estas formas de comportamento devem ser igualmente puníveis como infração penal”¹⁷⁶.

Há críticas à escolha do tema do abuso de mercado como objeto da primeira Diretiva Penal da UE, sob a alegação de que o artigo 83.2 do Tratado de Lisboa considera possível a harmonização quando se *provar essencial* para garantir a efetividade de implementação da política da UE, e que no caso concreto, tal prova não houve, afirmando-se que a Proposta é baseada apenas em argumentos¹⁷⁷.

Contudo, impende registrar que a Constituição Europeia, no seu artigo III-271.º, estabelece uma lista de infrações penais de crimes considerados graves e com uma dimensão transfronteiriça que não é taxativa e que pode ser alargada pelo Conselho de Ministros, por unanimidade e mediante aprovação do Parlamento Europeu. Ademais, há previsão, também, de o Conselho poder adotar regras mínimas de direito penal material sempre que se fizer necessária a uniformização para assegurar a aplicação eficaz de uma política da UE. Nesse particular é que se insere a matéria que afete os interesses financeiros da União. É infundada, assim, em nossa ótica, a crítica à Diretiva – ressaltando-se que a Diretiva se louva no artigo 83.º, nº 2, do Tratado de Lisboa. Ademais, o que a UE pretende é evitar a existência das denominadas *ilhas de impunidade* em matéria de criminalidade econômica¹⁷⁸, que ocorrem quando um Estado que não criminaliza certas condutas se torna alvo de práticas ilícitas nesta seara, dada a liberdade de movimento de capitais que existe no mundo globalizado.

A Diretiva descreve de forma padronizada a todos os EEMM os preceitos penais, assim entendidos como a definição das condutas que caracterizam os crimes de abuso de mercado (abuso de informação privilegiada e manipulação de

¹⁷⁶ Considerando 13 da Diretiva.

¹⁷⁷ Nesse sentido, MIGLIETI, Marta: “The New EU Criminal Law Competence in Action: The Proposal for a Directive on Criminal Sanctions for Insider Dealing and Market Manipulation”, em *IES Working Paper*, 5/2013, Bruxelas, disponível em <http://aei.pitt.edu/60846/>, data de acesso: 05-01-2016, pp. 29 e 33. A autora entende que a vinculação da proposta com a crise financeira pode trazer consequências negativas ao sistema. Em sentido contrário: GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos: *La protección penal transnacional de los mercados financieros*, Madrid: 2014, pp. 62-4.

¹⁷⁸ Cfr. VOGEL, Joachim: *Derecho Penal y Globalización*, trad. Manuel CANCIO MELIÁ, Universidad Autónoma de Madrid, em *La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, AFDUAM, nº 12, Madrid: 2012, p. 119.

mercado), impondo as sanções mínimas a serem consideradas para a pena máxima privativa de liberdade, bem assim, estabelece as sanções previstas para a penalização das pessoas jurídicas.

Portanto, quanto às sanções penais, a Diretiva não estabelece um balizamento, limitando-se a consignar, no artigo 7º, que “.1. Os Estados-Membros devem tomar as medidas necessárias para garantir que as infrações referidas nos artigos 3.º a 6.º sejam puníveis com sanções penais efetivas, proporcionais e dissuasoras. 2. Os Estados-Membros devem tomar as medidas necessárias para garantir que os crimes referidos nos artigos 3.º e 5.º sejam puníveis com uma pena máxima de prisão não inferior a quatro anos. 3. Os Estados-Membros devem tomar as medidas necessárias para garantir que os crimes referidos no artigo 4.º sejam puníveis com uma pena máxima de prisão não inferior a dois anos”.

Assim, para sintetizar as inovações trazidas pelo texto legal aludido, pode-se afirmar que a Diretiva 2014/57 faz expressa opção pelo enfrentamento penal das práticas de abuso de mercado, sem abdicar das sanções administrativas, uma vez que reserva à tutela penal tão somente as condutas consideradas mais graves, mediante os seguintes critérios: quando houver impacto da conduta na integridade do mercado, quando for expressivo o volume da operação, diante da reincidência ou da existência de uma organização criminal. Ademais, outro traço distintivo nesse diploma legal reside na instituição da ampliação do círculo de sujeitos ativos do delito, para contemplar também os *insiders* secundários, bastando para a responsabilização penal, portanto, que o indivíduo transacione ações sabendo que faz uso de uma informação privilegiada, pouco importando sua vinculação com a empresa emitente.

VII. CONCLUSÃO PROVISÓRIA

É mister concluir, desse modo, que todas as Diretivas europeias em matéria de Abuso de Mercado tiveram por escopo garantir a proteção de dois bens jurídicos, a saber: a igualdade de tratamento entre os sujeitos que intervêm no mercado de valores e a transparência das operações, de forma a assegurar a confiança dos investidores no mercado. Ademais, é claramente perceptível que todos os diplomas legais europeus examinados neste capítulo estabelecem um vínculo que a UE entende existente entre a proteção penal dos mercados financeiros e o crescimento da economia europeia¹⁷⁹⁻¹⁸⁰.

Pode-se verificar, de acordo com essa análise evolutiva das normativas europeias, que de uma mera faculdade na introdução de sanções administrativas

¹⁷⁹ Isso consta do Considerando 1 da Diretiva: “A criação de um mercado financeiro integrado e eficiente e o reforço da confiança dos investidores pressupõem que seja garantida a integridade do mercado. O bom funcionamento dos mercados dos valores mobiliários e a confiança do público nesses mercados são uma condição essencial do crescimento económico e da prosperidade. As situações de abuso de mercado prejudicam a integridade dos mercados financeiros e a confiança do público nos valores mobiliários, nos instrumentos derivados e nos índices de referência”. Ver, a respeito, GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos: *La protección penal transnacional de los mercados financieros*, Madrid: 2014, p. 62.

¹⁸⁰ Esta mesma preocupação com a proteção dos mercados, aliás, aparece novamente na proposta de Diretiva do Conselho, Com (2013) 71 final, de 14 de fevereiro de 2013, que foi aprovada pela Comissão Europeia e estabelece uma cooperação reforçada no domínio do imposto sobre as transações financeiras. Na exposição de motivos a proposta estabelece seu contexto, com a seguinte colocação: “A recente crise econômica e financeira global teve um impacto grave nas nossas economias e nas finanças públicas. O setor financeiro desempenhou um papel fundamental no desencadeamento da crise econômica, ao passo que os governos e os cidadãos europeus tiveram de arcar com os custos. Tanto na Europa, como a nível internacional, existe uma forte impressão de que o setor financeiro deveria contribuir de modo mais equitativo, dados os custos de gestão da crise e a atual subtributação do setor. Vários Estados-Membros da UE já tomaram medidas divergentes no domínio da tributação do setor financeiro”. E dentre os objetivos, a proposta destaca: “(...) Criar medidas apropriadas para desencorajar transações que não melhorem a eficiência dos mercados financeiros, complementando, assim, medidas reguladoras cujo objetivo é impedir crises futuras”. A proposta ainda destaca, como efeito indesejável das modalidades de tributação adotadas pelos EEMM individualmente como: “(...) Uma política fiscal que não contribui para desencorajar as transações que minam a eficiência dos mercados financeiros e só serviriam para desviar as rendas do setor não financeiro da economia para as instituições financeiras, desencadeando assim um sobreinvestimento em atividades que não permitem melhorar o bem-estar, nem contribui para evitar crises futuras no setor dos serviços financeiros, em complemento de medidas normativas e de supervisão.”

perseguida na Diretiva de 2003, evoluiu-se de modo que a última Diretiva em vigor obriga aos EEMM a introdução de sanções penais em seus ordenamentos quanto aos crimes de abuso de informação privilegiada, recomendação ou indução de outrem ao cometimento do abuso de informação privilegiada, comunicação ilícita de informação privilegiada e manipulação de mercado, sempre que se tratar de conduta ilícita grave, cometida com dolo.

Essa integração baseada no Direito revelou a existência na Europa de um novo cenário, no qual as soberanias dos Estados cederam espaço para o agigantamento e a consolidação de uma identidade supra estatal¹⁸¹ que acabou exercendo grande parte das funções que eram típicas de Estados nacionais soberanos, como a direção da economia e a luta contra a criminalidade.

A ciência penal já vem registrando com clareza, no nível doutrinário, a necessidade de aplicação do Direito penal como resposta às crises econômicas, detectando-se a preocupação de adequação da dogmática a novos modos de trabalhar essa moderna forma de criminalidade.

Trata-se de um exemplo a ser perseguido por outros blocos econômicos com pretensão de fortalecer mercados comuns, como é o caso do Mercosul, embora esse esteja em estágio embrionário se comparado ao avanço experimentado pela UE.

¹⁸¹ Cfr. FERRAJOLI, Luigi: *Derechos y Garantías – La Ley del más débil*, Madrid: 2001, pp. 149-150.

Segunda Parte

ELEMENTOS ESSENCIAIS DA REGULAÇÃO ADMINISTRATIVA

CAPÍTULO TERCEIRO

ÓRGÃOS DE CONTROLE ADMINISTRATIVO

INTRODUÇÃO

Antes de aprofundar o estudo do crime de uso de informação privilegiada é preciso conhecer a estrutura administrativa que lhe precede e que, ao mesmo tempo, regulamenta as normas que servem de referencial integrativo do tipo penal. Desse modo, no presente capítulo, pretendemos oferecer uma análise das normas administrativas e das agências reguladoras do mercado de valores na Espanha e no Brasil, verificando a legislação pertinente¹⁸², os princípios reitores do mercado de valores e do direito societário em ambos os países, os sujeitos intervenientes nas operações de valores mobiliários, os deveres impostos às empresas emitentes e as sanções cabíveis na esfera extrapenal.

Ver-se-á que a transparência informativa, a qual está na base do mercado de valores, é regulamentada tanto pela legislação administrativa, quanto pela mercantil, as quais estabelecem padrões de condutas ideais a serem perseguidos por tantos quanto atuam na área bursátil, sejam membros da administração da empresa emitente, ou membros da Comissão de Valores Mobiliários, ou ainda, intervenientes em tais operações.

¹⁸² Vid. TIEDEMANN, Klaus: *Manual de Derecho Penal Económico. Parte General y Especial*. Coords. de Tradução Manuel ABANTO VÁSQUEZ e Adán NIETO MARTÍN, Valencia: 2010, p. 57, que denomina as Leis que regulamentam o Mercado de Valores de *leis económico-administrativas*.

I. BRASIL

A primeira normatização brasileira quanto ao mercado de capitais foi a Lei nº 4.728/65 (LMC), a qual atribuía ao Banco Central a função de fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público por acionistas ou pessoas que a ela tenham acesso em razão do cargo que exerçam. A LMC foi o primeiro diploma legal no Brasil que estabeleceu regras de conduta para os intervenientes no mercado de capitais, introduziu novas instituições e incentivou a abertura do capital das empresas¹⁸³.

Em 1976, o legislativo aprovou a Lei nº 6.385/76 (LMV), pela qual criou a Comissão de Valores Mobiliários do Brasil (CVM), órgão estruturado sob a forma de autarquia, vinculado ao Ministério da Fazenda, que funciona como um agência reguladora e fiscalizadora, com a finalidade de regular a troca do mercado de ações, garantir práticas comerciais justas, e proteger os investidores de manipulação de mercado. A legislação brasileira sofreu forte influência norte-americana na concepção do órgão regulador, bem como na adoção da nomenclatura que se constitui, em grande parte, da tradução literal de terminologia utilizada nos EUA, o que atrai a crítica de parte da doutrina, pelas dificuldades de hermenêutica que isso pode acarretar¹⁸⁴.

No exercício de sua função normatizadora, a CVM, *v.g.*, disciplina o registro e a admissão à negociação de valores mobiliários, regulamenta a emissão de novas ações e os mercados futuros e de balcão, a par de estabelecer as práticas irregulares no âmbito corporativo e no mercado¹⁸⁵.

O mercado de capitais no Brasil integra o Sistema Financeiro Nacional e está edificado em torno da “atividade de captação pública de recursos de agentes poupadores mediante a emissão de valores mobiliários” – seja de forma individualizada ou por meio dos fundos de pensão, sociedades de investimento coletivo ou

¹⁸³ Vid. MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, p. 175.

¹⁸⁴ Nesse sentido: CASTELLAR, João Carlos: *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*, Rio de Janeiro: 2008, p. 91; MARTINS PROENÇA, José Marcelo, *op. cit.*, p. 177.

¹⁸⁵ Vid. MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, pp. 177-178.

outra forma institucionalizada¹⁸⁶ -, como definidos em lei, por sociedades de capital aberto (sociedades anônimas registradas na CVM, de acordo com o artigo 4º, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76), constituindo um segmento do mercado de valores mobiliários designado *institucionalizado*, porquanto as ações são negociadas na bolsa de valores¹⁸⁷.

A Lei nº 10.303/2001 alterou dispositivos da Lei das S/A (Lei nº 6.404/76) e da LMV (Lei nº 6.385/76), ampliando os poderes fiscalizatórios e disciplinadores da Comissão, para incluir “as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários que, da mesma forma que as Bolsas de Valores, funcionam como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários”¹⁸⁸.

Como é possível perceber, as normas administrativas do Direito Brasileiro, à diferença do Direito Comunitário Europeu e do Direito Espanhol, seguem utilizando o conceito de valor mobiliário¹⁸⁹. Por valores mobiliários, no Brasil, devem ser entendidos os “títulos de investimento que a sociedade anônima emite para a obtenção dos recursos de que necessita”¹⁹⁰.

O mercado de ações brasileiro é dividido em duas etapas: o *mercado primário* – quando as ações de uma empresa são emitidas diretamente ou por meio

¹⁸⁶ Vid. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 81, que menciona a forte institucionalização dos mercados mediante o crescimento de entes institucionais e investidores coletivos.

¹⁸⁷ Cfr. LEITE FILHO, José: “Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada”, em *RBCCrim*, nº 60, São Paulo: 2006, p. 89.

¹⁸⁸ Ver FORTUNA, Eduardo: *Mercado Financeiro: produtos e serviço*, São Paulo: 2005, pp. 23-24. O autor afirma que os objetivos fundamentais da CVM podem ser caracterizados como ‘o fortalecimento do mercado de ações e dos demais valores mobiliários, por meio de: estímulo à aplicação de poupança no mercado acionário; garantia do funcionamento eficiente e regular das bolsas de valores e instituições auxiliares que operem neste mercado; proteção aos titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e outros tipos de atos ilegais que manipulem preços de valores mobiliários nos mercados primários e secundários de ações; fiscalização da emissão, do registro, da distribuição e da negociação de títulos emitidos pelas sociedades anônimas de capital aberto’.

¹⁸⁹ Os ordenamentos italiano (artigo 18-bis da Lei 216, de 7 de junho de 1974) e francês (artigo 1 da Lei de 23 de dezembro de 1988) também utilizam ainda o conceito de valor mobiliário.

¹⁹⁰ Ver ULHOA COELHO, Fábio: *Manual de Direito Comercial*, São Paulo: 2003, p. 188.

de uma oferta pública – e o *mercado secundário* – no qual as ações já emitidas são comercializadas por meio das bolsas de valores¹⁹¹.

Na Lei nº 6.404/76, por primeira vez, se estabeleceram os deveres e a responsabilidade civil e administrativa dos *insiders*¹⁹².

Também é comum entre ambas as legislações o dever de manter segredo sobre informações de interesse da empresa, valendo para o Brasil a regra de “revelar ou abster-se”¹⁹³. De igual forma, em ambas as legislações são punidos não só os que fornecem a informação relevante, mas também os que a recebem em razão da profissão que exercem (advogados, auditores, peritos, por exemplo)¹⁹⁴.

Embora a CVM brasileira seja uma cópia da SEC americana, a doutrina aponta que há uma diferença abissal nos números absolutos de casos apurados por uma e outra agência, de modo a revelar que a SEC está mais bem aparelhada que a CVM¹⁹⁵.

A. Dever de lealdade

De modo geral, pode-se afirmar que o *insider trading* no Brasil é uma fraude à lei, fundada na quebra do dever de lealdade dos diretores e conselheiros de uma empresa¹⁹⁶, o que vem expresso no artigo 155 da Lei nº 6404/76, de forma taxativa¹⁹⁷. Assim, tal qual ocorre no sistema americano, no Brasil a lei impõe aos

¹⁹¹ FORTUNA, Eduardo: *Mercado Financeiro: produtos e serviços*, 16ª ed., São Paulo: 2005, p. 559.

¹⁹² Vid. CASTELLAR, João Carlos: *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*, Rio de Janeiro: 2008, p. 91.

¹⁹³ Ver MORAES, Livia Lenz de: “A comparative study of insider trading regulation and its enforcement in Brazil and the U.S.”, em *Revista Jurídica Empresarial*, São Paulo: 2010, p. 160; CASTELLAR, João Carlos, ob. cit., p. 99.

¹⁹⁴ MORAES, Livia Lenz de: “A comparative study of insider trading regulation and its enforcement in Brazil and the U.S.”, em *Revista Jurídica Empresarial*, São Paulo: 2010, p. 160.

¹⁹⁵ Ver mais detalhadamente MORAES, Livia Lenz de: “ob. cit., p. 165, a qual revela que no ano de 2008 a SEC apurou 60 casos de *insider trading*, enquanto apurou apenas 5 casos de janeiro de 2007 a setembro de 2008.

¹⁹⁶ MORAES, Livia Lenz de: ob.cit., p. 159.

¹⁹⁷ Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

diretores e conselheiros da empresa o *dever de lealdade* - ligado a aspectos de índole ético-morais¹⁹⁸ - para salvaguardar os interesses desta em detrimento dos interesses pessoais daqueles.

Em que pese no escopo da Lei de 1976 o dever de lealdade ser de observância apenas a quem detém vínculo com a empresa, alteração legislativa posterior ampliou, na esfera administrativa, a vedação de uso da informação relevante, ainda não divulgada, a “qualquer pessoa” que a “ela teve acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários” (dicção do artigo 155, §4º da Lei nº 6.404/76, com a redação dada pela Lei nº 10.303/2001), na linha de normativa já editada pela CVM anteriormente (Instrução Normativa 31/84, da CVM¹⁹⁹). Essa mudança é identificada pela doutrina como um abandono da raiz de direito societário (*company law approach*) – tendo por destinatários da proibição de usar informações privilegiadas aquelas pessoas ligadas à empresa, à semelhança do que ocorreu nas primeiras normativas europeias -, para um modelo concebido na perspectiva do direito do mercado de capitais (*securities*

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

(...)

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

¹⁹⁸ Vid. CASTELLAR, João Carlos: *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*, Rio de Janeiro: 2008, p. 96.

¹⁹⁹ A IN 31/84 da CVM – posteriormente revogada pela IN 358/2002 -, em seu artigo 11, parágrafo único, estabeleceu a vedação de negociação de valores mobiliários a “quem quer que tenha conhecimento de informação referente ao ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado”.

market approach), mediante um critério abrangente quanto aos destinatários da proibição²⁰⁰.

Veja-se que essa ampliação da responsabilidade se insere no contexto do artigo 155 da Lei nº 6.404/76, que disciplina a responsabilidade do administrador da empresa. Logo, há que se interpretar a necessidade de existência de um liame entre a pessoa que recebe a informação relevante (como previsto no §4º do mesmo dispositivo) e o administrador da empresa²⁰¹.

B. Dever de diligência

De inspiração igualmente americana, o dever de diligência foi incorporado pelo artigo 153 da Lei nº 6.404/76²⁰², e sofre críticas doutrinárias fundadas no fato de que o modelo norte-americano é de caráter costumeiro e orientação contratualista – a justificar que se espere do administrador de uma empresa ser um homem probo, diligente e honesto – enquanto no direito brasileiro impera a natureza institucional – daí exigir-se que o administrador seja, acima de tudo, experiente e competente profissionalmente²⁰³.

²⁰⁰ Vid. MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, pp. 282-283.

²⁰¹ Nesse sentido: CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson: *A nova Lei das S.A.*, São Paulo: 2002, pp. 322-3. Contrariamente: MARTINS PROENÇA, José Marcelo: ob. cit., p. 306, o qual interpreta o dispositivo de modo abrangente, para responsabilizar qualquer pessoa que utilize informação privilegiada no mercado de capitais, tanto para fins civis quanto penais.

²⁰² Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

²⁰³ Ver, a esse respeito, CARVALHOSA, Modesto: ob. cit., p. 266.

II. ESPANHA

A Espanha adota um modelo no qual a supervisão do mercado financeiro ocorre por meio de três entidades, com funções próprias nessa estrutura, em razão dos produtos ou serviços que são negociados em cada um, respectivamente (serviços bancários, produtos ou instrumentos financeiros, seguros), a saber: o Banco de España (BdE), a Comissão Nacional do Mercado de Valores (CNMV) e a Dirección Geral de Seguros e de Planos de Pensões (DGSPP)²⁰⁴.

A CNMV (Comissão Nacional do Mercado de Valores) foi criada pela Ley 24/1988 (conhecida como Lei do Mercado de Valores – LMV) com a tarefa de supervisionar e inspecionar os mercados de valores e as atividades de todas as pessoas que com esses se relacionam – incluídas as empresas que emitem valores para serem colocados de forma pública²⁰⁵ -, dotada de capacidade sancionadora e com poderes regulamentares para emitir circulares. Essa lei foi modificada por sucessivos diplomas legais, a fim de incorporar ao direito espanhol as Diretivas europeias relativas aos mercados de instrumentos financeiros. Igualmente é aplicável ao mercado de valores o Regulamento da Ley 35/2003, de 4 de novembro, de instituições de investimento coletivo, aprovado pelo Real Decreto 1309/2005, de 4 de novembro. Também regulamenta a área administrativa do mercado de valores o Real Decreto 217/2008, de 15 de fevereiro, que aglutina o Real Decreto 867/2001, de 20 de julho - sobre o regime jurídico das empresas de serviços de investimento - e o Real Decreto 629/1993, de 3 de maio - sobre normas de atuação nos mercados de valores e registros obrigatórios -, em um único texto normativo que contempla o regime jurídico aplicável às entidades que prestam serviços de investimento (empresas de serviços de investimento e seus agentes, entidades de crédito e sociedades gestoras de instituições de investimento coletivo).

O Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julho, promoveu uma fusão na Ley de Sociedades de Capital (LSC), antes dividida em duas leis distintas, com

²⁰⁴ Cfr. RECALDE CASTELLS, André: “Reflexiones sobre los efectos de la crisis en la regulación del sistema financiero”, em *Estado y mercado en situación de crisis*, AFDUAM, nº 14, Madrid: 2010, p. 129.

²⁰⁵ Vid. MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Madrid, 2006, p. 43.

a adição de uma parte da Ley de Mercado de Valores que regula aspectos societários das sociedades anônimas, com valores admitidos a negociação no mercado secundário oficial. Nesse diploma legal, portanto, encontra-se a regulação das sociedades de capital – em cujo conceito são englobadas a sociedade de responsabilidade limitada, a sociedade anônima e a sociedade comandita por ações - quanto aos aspectos eminentemente societários, enquanto que na LMV permanece a vertente financeira da regulamentação dessas sociedades – principalmente quanto ao princípio de transparência que visa a assegurar o bom funcionamento dos mercados e a proteção do investidor. Recolhe-se na Ley de Sociedades de Capital os deveres de diligência²⁰⁶ e de lealdade²⁰⁷ impostos aos administradores, de inspiração nitidamente americana, conforme já se acentuou acima. Como decorrência do dever de lealdade, a lei ainda impõe ao administrador não exercitar suas faculdades com fins distintos daqueles pelos quais as recebeu, guardar segredo sobre as informações, dados e informes sobre os quais tomou conhecimento no desempenho do cargo - salvo nas hipóteses permitidas por lei -, evitar conflitos de interesse, de forma a preservar o interesse social e seus deveres para com a sociedade (artigo 228). A CNMV também é regulada pela Ley 39/2015, de 1 de outubro, sobre o Regime Jurídico do Setor Público e pela Ley 40/2015, de 1 de outubro, quanto ao Procedimento Administrativo Comum das Administrações Públicas. Quanto aos contratos celebrados, a CNMV se rege pelo texto recompilado da Ley de Contratos do Setor Público, aprovado pelo Real Decreto Legislativo 3/2011, de 14 de novembro.

O Real Decreto 4/2015, de 23 de outubro, aprovou o texto recompilado da Ley de Mercado de Valores, englobando um conjunto de leis relativas ao mer-

²⁰⁶ Artículo 225. Deber general de diligencia.

1. Los administradores deberán desempeñar el cargo y cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con la diligencia de un ordenado empresario, teniendo en cuenta la naturaleza del cargo y las funciones atribuidas a cada uno de ellos.
2. Los administradores deberán tener la dedicación adecuada y adoptarán las medidas precisas para la buena dirección y el control de la sociedad.

²⁰⁷ Artículo 227. Deber de lealtad.

1. Los administradores deberán desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad.
2. La infracción del deber de lealtad determinará no solo la obligación de indemnizar el daño causado al patrimonio social, sino también la de devolver a la sociedad el enriquecimiento injusto obtenido por el administrador.

cado de valores - que já haviam sido sistematizadas pela Ley 20/2014, de 29 de outubro -, bem como incorporou a Ley 47/2007, de 19 de dezembro, que introduziu no ordenamento jurídico espanhol diversas Diretivas europeias, em particular a Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, também conhecida como MIFID, e que é considerada uma verdadeira revolução na concepção do mercado de valores harmonizado europeu.

A LMV foi saudada pela boa técnica legislativa empregada – porque aportou um sistema completo de obrigações, infrações e sanções -, bem como por conferir transparência aos mercados e proteção aos investidores²⁰⁸. Consideram-se princípios reitores do Direito de Mercado de Valores espanhol, que regulam seu funcionamento, a eficiência e a proteção dos poupadores²⁰⁹.

A CNMV foi concebida como uma entidade de direito público, com personalidade jurídica própria, regida por um Conselho de Administração composto por membros independentes e que atuam de forma colegiada, à semelhança da COB francesa e da CONSOB italiana²¹⁰, tendo por objetivo velar pela transparência dos mercados de valores espanhóis, pela correta formação dos preços e pela proteção dos investidores²¹¹.

²⁰⁸ Cfr. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades en la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, pp. 192-3.

²⁰⁹ Vid. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 86.

²¹⁰ Ver, a respeito, TERRADILLOS BASOCO, Juan M.: “Protección Penal del Mercado Financiero”, em *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*, Dir. Carlos Martínez-Buján Pérez, A Coruña: 1998, p. 166; ARROYO ZAPATERO, Luis: *El abuso de información privilegiado en el derecho español*. Estudios de Derecho Penal Económico, vol. 18, Colección Estudios, Editores Luis Arroyo Zapatero e Klaus Tiedemann, Cuenca: 1994, p. 62; QUINTANAR DÍEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, pp. 20-1; PRIETO DEL PINO, Ana María, op. cit., p. 333, define o mercado organizado como aquele em que “as condições nas quais se leva a cabo a negociação não são estabelecidas livremente pelas partes, senão que devem ajustar-se a regras previamente estabelecidas”; SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: “La reforma del Mercado de Valores Español: algunas claves orientadoras”, em *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Madrid, 1990, p 14, explica que o mercado organizado é aquele “que possui regras públicas e uniformes de contratação e mecanismos para a compensação multilateral e liquidação estandarizada das operações lá contratadas”.

²¹¹ Nesse sentido: MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Madrid, 2006, p. 43; RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón:

O mercado organizado²¹² de ações espanhol usualmente se dividia em dois tipos: o *mercado primário* e o *mercado secundário* – neste último, a negociabilidade dos valores se desenvolve em Bolsas, mercados da Dívida Pública e outros mercados secundários oficiais como Mercados sobre opções e de futuros. São os mercados secundários²¹³ que sempre possibilitaram o acesso dos cidadãos ao mercado de valores, que se converteu em peça chave no sistema financeiro das sociedades modernas²¹⁴⁻²¹⁵. Atualmente, depois de diversas alterações legislativas, os mercados espanhóis podem ser apenas oficiais e não oficiais²¹⁶, cabendo registrar que os Considerandos 8, 9 e 10 do Regulamento 2014/596/UE, sinteticamente, trazem uma nova abordagem ao tema, partindo do pressuposto de que, “nos últimos anos, os instrumentos financeiros têm vindo a ser cada vez mais negociados

Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios), Valencia: 1997, p. 250.

²¹² Segundo MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Madrid, 2006, p. 31, deve-se entender por mercado organizado o que conta com regulação específica.

²¹³ A descrição legal de mercado secundário encontra-se no artigo 43 da recompilação da LMV:

1. Son mercados regulados aquéllos sistemas multilaterales que permiten reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación, y que están autorizados y funcionan de forma regular, conforme a lo previsto en este capítulo y en sus normas de desarrollo, con sujeción en todo caso, a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad.

2. Los mercados regulados españoles reciben la denominación de mercados secundarios oficiales. (...)

²¹⁴ Vid. BENÍTEZ ORTÚZAR, Ignacio Francisco: “El uso de información relevante para la cotización en el mercado de valores. Relevancia jurídico-penal del “Insider Trading””, em *Estudios Penales en Homenaje al Profesor Cobo del Rosal*, Madrid: 2005, p. 82; BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo: *Abuso de Informação, Manipulação do Mercado e Responsabilidade Penal das “Pessoas Colectivas”*. “Tipos Cumulativos” e Bens Jurídicos Colectivos na “Globalização”, Lisboa: 2015, pp. 350-355, ao apontar as vantagens de uma negociação realizada em único local (Bolsa de Valores), que muitos chamam de “mercado perfeito”, destacando, entretanto, que inexistente tal perfeição porque existem diferentes padrões para se calcular a eficiência do mercado, que deve ter por objetivo a capacidade alocacional, mas é basicamente constituído da eficiência informacional.

²¹⁵ Este cenário deve sofrer alterações decorrentes da aprovação do Regulamento 2014/596/EU - ao qual os EEMM terão tempo para se adaptar até 03-07-2016 – considerando a ampliação do âmbito de aplicação da Diretiva de Abuso de Mercado a novas plataformas de negociação e instrumentos financeiros, além do mercado secundário.

²¹⁶ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 333-334.

em sistemas de negociação multilateral (MTF). Existem igualmente instrumentos financeiros que são negociados apenas noutros tipos de sistemas de negociação organizada (OTF) ou são negociados unicamente no mercado de balcão (OTC)”. Assim, conclui o texto que o âmbito do regulamento deve, por conseguinte, “incluir qualquer instrumento financeiro admitido à negociação num mercado regulamentado, MTF ou OTF, e qualquer outra conduta ou ação que se possa repercutir nesses instrumentos financeiros, independentemente de se efetuar numa plataforma de negociação”. Esse alargamento modifica o cenário europeu de mercado de valores²¹⁷ e não foi completamente assimilado pelos EEMM, que ainda possuem prazo para os ajustes necessários no direito interno.

A reforma da LMV em 1998, pretendendo dotar a regulação jurídica na área de mais eficiência, trouxe alteração no que se refere ao objeto delimitativo de seu âmbito de aplicação. Anteriormente a 1998 o Direito bursátil tradicional se estruturava sobre o conceito de “valor mobiliário” – definido como título-valor emitido em série, quando os valores mobiliários eram objeto de admissão para cotação em Bolsa – e com o advento da LMV, surge o atual conceito de “valor negociável” – influenciado pela terminologia empregada pela Diretiva 89/592/CE, de

²¹⁷ Ver PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 354, que, à luz da interpretação da LMV quanto aos termos da Diretiva 2003/6/CE, concluía que “pueden ser constitutivas de uso de información privilegiada las operaciones de mercado secundário oficial, las transmisiones onerosas sobre instrumentos derivados OTC cuyos subyacentes sean valores negociados em um mercado organizado, y las operaciones onerosas efectuadas em el mercado primário sobre valores que vayan a incorporarse de manera inmediata a dicho mercado secundário”. Ver, ainda, RECALDE CASTELLS, André: “Reflexiones sobre los efectos de la crisis en la regulación del sistema financiero”, em *Estado y mercado en situación de crisis*, AFDUAM, nº 14, Madrid: 2010, pp. 132-134, o qual lembra que o Direito continental europeu era anteriormente presidido pelo princípio de ‘concentração de ordens’- que supunha a monopolização da negociação dos valores nas bolsas e nos mercados regulados - e que a regulação da Directiva 2004/39/CE, ao adotar o modelo Anglo-saxão de negociação - inspirado em princípios liberais que permitem aos intermediários escolher a praça de negociação -, possibilitou a negociação em mercados isentos de uma regulação prudencial e não supervisionados (OTC e ATS). Entende, assim, que ou bem se deveria limitar a atuação nos mercados alternativos, ou se deveria estender a esses os controles existentes.

13 de novembro de 1989²¹⁸⁻²¹⁹. Inobstante a diferença de terminologia e conceituação entre valor mobiliário e valor negociável – em que este, à diferença do valor mobiliário, tem como característica essencial sua capacidade de negociação aberta ou pública por meio de um mercado organizado -, entendendo-se que esta diferenciação é mais de caráter econômico que jurídico, pode-se compreender que um valor negociável é um valor mobiliário “representado em títulos ou anotações em conta e que é suscetível de negociação através de um mercado organizado com caráter público ou aberto, seja primário ou secundário”²²⁰.

Propiciando mais questionamentos nessa polêmica, o Regulamento 2014/596/UE, em seu artigo 7º.1, menciona que o uso abusivo da informação privilegiada pode influenciar de maneira sensível o preço de *instrumentos financeiros*²²¹

²¹⁸ Ver CACHÓN BLANCO, José Enrique: “Valores Negociables e Instrumentos Financieros”, em *Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Dir. Fernando Sánchez Calero, nº4 – La Reforma del Mercado de Valores, Coord. Alberto Javier Tapia Hermida y Joan Sánchez-Calero Guilarte, Madrid: 1996, pp. 9-10, o qual explica que o conceito de ‘valor negociável’ deve ser buscado nos artigos 1 a 4 da LMV, na redação anterior à compilação.

²¹⁹ Da Diretiva 89/592/CE, de 13 de novembro de 1989 podem-se extrair os seguintes valores negociáveis lá enumerados: as ações, obrigações e valores assimiláveis a esses e os contratos sobre índices relativos a tais valores; os contratos ou direitos que permitam a subscrição, aquisição ou cessão dos valores contemplados no item anterior; os contratos a prazo, as opções e os instrumentos financeiros a prazo relativos aos valores contemplados no primeiro item.

²²⁰ Ver CACHÓN BLANCO, José Enrique: ob.cit., pp. 18 e 35, o qual destaca que não era imprescindível substituir o conceito de valor mobiliário por outro, inclusive porque esta terminologia segue sendo empregada no artigo 51 da LSA.

²²¹ O próprio Regulamento remete ao conceito de *Instrumento Financeiro* dado pelo artigo 4º, nº1, ponto 15, da Diretiva 2014/65/UE, especificado no Anexo I, Secção C desse diploma legal: “1) Valores mobiliários; 2) Instrumentos do mercado monetário; 3) Unidades de participação em organismos de investimento coletivo; 4) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo de taxa de juro e quaisquer outros contratos derivados relativos a valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendibilidades, licenças de emissão ou outros derivados, índices financeiros ou indicadores financeiros que possam ser liquidados mediante uma entrega física ou um pagamento em dinheiro; 5) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo e quaisquer outros contratos de derivados relativos a mercadorias que devam ser liquidados em dinheiro ou possam ser liquidados em dinheiro por opção de uma das partes, exceto devido a incumprimento ou outro fundamento para rescisão; 6) Opções, futuros, swaps e quaisquer outros contratos de derivados de mercadorias, que possam ser liquidados mediante entrega física, desde que sejam negociados num mercado regulamentado, num MTF ou num OTF, com exceção dos produtos energéticos grossistas negociados num OTF que só possam ser liquidados mediante entrega física; 7) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo e quaisquer outros contratos de derivados de mercadorias, que possam ser liquidados mediante entrega física, não mencionados no ponto 6 da presente secção e não destinados a fins comerciais,

ou *instrumentos financeiros derivados*, o que já foi absorvido na LMV recompilada, no artigo 2º, em que elenca, dentre esses, os valores negociáveis, além de outros. Nesse contexto, sob o aspecto jurídico que importa a este trabalho, entender-se-ão como equivalentes as terminologias *valor mobiliário* e *valor negociável* – em que pese aquele ser espécie deste.

Aliás, por ocasião da publicação do Real Decreto 4/2015 – que entrou em vigor em 13-11-2015 -, já se consignou na exposição de motivos de atualização da LMV que isso se dava “sem prejuízo de que o texto refundido cumpra com os objetivos de sistematização e unificação do bloco normativo dos mercados de valores, ao longo dos próximos meses deverá abordar-se a adaptação da normativa espanhola a uma série de normas aprovadas em nível europeu como o Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, sobre o abuso de mercado, que será aplicável a partir de 3 de julho de 2016; e, sobretudo, a nova regulação MIFID2 que substitui a já mencionada MIFID, que se compõe da Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e pela qual se modificam a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE, e o Regulamento (UE) n.º 600/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativo aos mercados de instrumentos financeiros e pelo qual se modifica o Regulamento (UE) n.º 648/2012, normas que trarão consigo modificações substanciais no regime dos instrumentos financeiros ou a nova regulação sobre centros de negociação”.

que tenham as mesmas características de outros instrumentos financeiros derivados; 8) Derivados para a transferência do risco de crédito; 9) Contratos diferenciais financeiros por diferenças (*financial contracts for differences*); 10) Opções, futuros, swaps, contratos a prazo de taxa de juro e quaisquer outros contratos de derivados relativos a variáveis climáticas, tarifas de fretes, taxas de inflação ou quaisquer outras estatísticas económicas oficiais, que devam ser liquidados em dinheiro ou possam ser liquidados em dinheiro por opção de uma das partes, exceto devido a incumprimento ou outro fundamento de rescisão, bem como quaisquer outros contratos de derivados relativos a ativos, direitos, obrigações, índices e indicadores não mencionados na presente secção e que tenham as mesmas características de outros instrumentos financeiros derivados, tendo em conta, nomeadamente, se são negociados num mercado regulamentado, num OTF ou num MTF; 11) Licenças de emissão constituídas por quaisquer unidades reconhecidas para efeitos de cumprimento dos requisitos da Diretiva 2003/87/CE (regime de comércio de licenças de emissão)”.

O objetivo da LMV recompilada é regulamentar o fluxo de informação no mercado de forma preventiva, ao destacar como características mais importantes do mercado de valores a transparência e a lealdade de seus agentes, razão pela qual se percebe uma série de deveres relativos à informação de que dispõe o *insider* no Capítulo VII, no que tange às obrigações de informação periódica dos emissores. É interessante, nesse particular, traçar um paralelo com o que ocorre em relação à necessidade de se tutelar a transparência no contexto da atividade empresarial, em que o direito de informação protegido pela legislação mercantil tem por escopo assegurar que o sócio somente participe das decisões de forma livre e voluntária se munido da correspondente informação²²². De forma similar, a transparência protegida na legislação que regula o mercado de valores visa a assegurar a igualdade de todos que atuam naquele mercado, de forma que a atuação se dê em base ao amplo acesso informativo.

Assim, no capítulo II da LMV recompilada encontram-se os dispositivos relativos ao Abuso de Mercado. No artigo 226, estabeleceu-se o conceito de *informação privilegiada*²²³, que ainda segue o padrão da Diretiva 89/592/CEE²²⁴ e

²²² Cfr. RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo: *Estudios de Derecho Penal Económico*, Navarra: 2009, p. 68.

²²³ Artículo 226. Información privilegiada.

1. Se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación.

2. Lo dispuesto en el apartado anterior será de aplicación también a los valores negociables o instrumentos financieros respecto de los cuales se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en un mercado o sistema organizado de contratación.

3. En relación con los instrumentos financieros derivados sobre materias primas, se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto que no se haya hecho pública y que se refiera directa o indirectamente a uno o a varios de esos instrumentos financieros derivados que los usuarios de los mercados en que se negocien esos productos esperarían recibir con arreglo a las prácticas de mercado aceptadas en dichos mercados.

²²⁴ Ver ARROYO ZAPATERO, Luis: “El abuso de información privilegiado em el derecho español”. *Estudios de Derecho Penal Económico*, vol. 18, Colección Estudios, Editores Luis Arroyo Zapatero e Klaus Tiedemann, Cuenca: 1994, p. 64.

impõe dois principais deveres: o de salvaguardar dados²²⁵ e o de abster-se de atuar²²⁶. ARROYO ZAPATERO qualifica o dever de salvaguardar dados como um dever de vigilância e de caráter positivo de garante da reserva de informação privilegiada, caracterizando-o como um *plus* em relação ao que da Diretiva constava²²⁷.

Em essência, a LMV espanhola incorporou um dever oriundo do direito americano, o *dever de fidelidade ou lealdade*, ao dispor que aquele que tem conhecimento sobre determinadas informações deve impedir que essas sejam utilizadas

²²⁵ Artigo 227.3 da LMV recompilada: Todas las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general, cualquiera que posea información privilegiada, tiene la obligación de salvaguardarla, sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales y administrativas en los términos previstos en ésta o en otras leyes. Por lo tanto, adoptarán las medidas adecuadas para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal y, en su caso, tomarán de inmediato las necesarias para corregir las consecuencias que de ello se hubieran derivado.

²²⁶ Artigo 227 da LMV recompilada: 1. Todo el que disponga de información privilegiada deberá abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, alguna de las conductas siguientes:

a) Preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre los valores negociables o sobre los instrumentos financieros de los mencionados en el artículo anterior a los que la información se refiera, o sobre cualquier otro valor, instrumento financiero o contrato de cualquier tipo, negociado o no en un mercado secundario, que tenga como subyacente a los valores negociables o instrumentos financieros a los que la información se refiera.(...)

b) Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.

c) Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información.

Las prohibiciones establecidas en este apartado se aplican a cualquier persona que posea información privilegiada cuando dicha persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de esta clase de información.

Las prohibiciones establecidas en este apartado se aplican también a los administradores y los miembros del consejo de control de una sociedad anónima europea domiciliada en España que haya optado por el sistema dual en relación con cualquier operación sobre valores de la propia sociedad o de las sociedades filiales, asociadas o vinculadas, sobre las que dispongan, por razón de su cargo, información privilegiada o reservada, así como sugerir su realización a cualquier persona en tanto esa información no se dé a conocer públicamente.

²²⁷ ARROYO ZAPATERO, Luis: “El abuso de información privilegiado em el derecho español”, em *Estudios de Derecho Penal Económico*, vol. 18, Colección Estudios, Editores Luis Arroyo Zapatero e Klaus Tiedemann, Cuenca: 1994, p. 64 e também do mesmo autor, ARROYO ZAPATERO, Luis: “El abuso de información privilegiado em el derecho español vigente y en el Proyecto de Código Penal”, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo, Jornadas en Honor del Profesor Klaus Tiedemann*, Madrid: 1995, p. 49.

de forma *abusiva* ou *desleal* (artigo 227.3 da LMV recompilada²²⁸). Este conceito de lealdade, ou fidelidade, gera controvérsia no momento de delimitar o rol de sujeitos ativos das condutas que configuram abuso de informação privilegiada na mesma lei. Explica-se. Ou bem a LMV criou um tipo comum – ao estabelecer que as vedações do artigo 227 se aplicam a *qualquer pessoa* -, cuja conduta pode ser praticada por qualquer pessoa que tenha conhecimento da informação privilegiada - e nessa hipótese o dever de fidelidade aludido diz com a proteção do mercado -, ou então, ao se exigir o dever de fidelidade do agente para com a empresa, é preciso fazer uma interpretação restritiva do artigo 227 da LMV, pois do contrário, não há como determinar que dever de fidelidade é esse que se atribui a *todos* os intervenientes do mercado. Assim, para salvar a coerência da norma, a doutrina sugere a interpretação da palavra “abuso” separada do conceito de “confiança” – quando a informação privilegiada é obtida de forma casual, em que não há violação de confiança -, entendendo “abusar” como “usar mal” e assim, pode-se considerar de forma objetiva as hipóteses do artigo 227.3 da LMV recompilada²²⁹.

Do mesmo modo, o Código de Valores Mobiliários de Portugal, no artigo 387º, não adotou uma concepção ampla dos *insiders* primários, exigindo que esses, além de terem acesso à informação reservada, devem ter uma especial relação com a entidade emissora dos valores mobiliários, fundada num pressuposto de confiança da entidade emitente de que seus administradores e os titulares de participação no capital não obterão vantagem pessoal dessa qualidade, e de confiança do mercado nos agentes da entidade emissora, que não utilizarão a informação privilegiada para fins diversos²³⁰.

²²⁸ Art. 227.3 da LMV recompilada: 3. Todas las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general, cualquiera que posea información privilegiada, tiene la obligación de salvaguardarla, sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales y administrativas en los términos previstos en ésta o en otras leyes. Por lo tanto, adoptarán las medidas adecuadas para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal y, en su caso, tomarán de inmediato las necesarias para corregir las consecuencias que de ello se hubieran derivado.

²²⁹ Vid. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, pp. 214-5.

²³⁰ Neste sentido PAZ FERREIRA, Eduardo: “A informação no mercado de valores mobiliários”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra: 2001, p. 154, o qual esclarece que nos

O consenso acerca do tema não existe, pois López Barja de Quiroga²³¹ entende que a redação da Lei de Mercado de Valores espanhola impõe o dever de salvaguarda da informação apenas em relação aos *insiders*, pois quanto aos *outsiders*, afirma que não pode ser imposta a obrigação de proteger uma informação que não lhes diz respeito. Assim, interpreta que, não obstante a lei se refira a *todas as personas* que atuem no mercado de valores ou exerçam atos relacionados com esses, tal dispositivo deve ser conjugado com o seguinte: “y, en general, cualquiera que, por razón de su trabajo...”, restrição pela qual resulta claro ao autor que os *outsiders* não estão abarcados pela proibição.

Não parece ser essa, entretanto, a melhor interpretação a ser dada à norma. No que tange ao dever de se abster de agir, a Diretiva Europeia em vigor à época da alteração da LMV estabeleceu que era facultativa a imposição de obrigação ao *outsider*, entretanto, a Lei de Mercado de Valores Espanhola a impõe a todas as pessoas que possuem informação privilegiada, sem estabelecer qualquer vinculação com a origem da informação nem com o fato de trabalhar no mercado de valores, logo, entendemos que é direcionada também aos *outsiders*, como se pode observar da dicção do artigo 271 da LMV recompilada.

MARTÍNEZ FLÓRES²³² destaca que a Ley espanhola, de modo contraposto ao enfoque preferentemente societário (*company law approach*) adotou a perspectiva do mercado de valores (*securities market approach*) quanto à proibição do uso de informação privilegiada, utilizando, portanto, um critério extremamente amplo quando determina o alcance da proibição. Com efeito, o apartado 1 do artigo 226, da LMV recompilada, refere que o dever de salvaguarda da informação privilegiada pode se referir a *um ou a vários valores negociáveis ou instrumentos financeiros*, e a *um ou a vários emissores de valores negociáveis ou instrumentos financeiros*.

termos da legislação portuguesa a responsabilização dos *insiders* secundários somente tem lugar quando obtida a informação de um *insider* primário.

²³¹ “El Insider Trading”, em *ADPCP*, Madrid: 1993, p. 1050.

²³² “Sobre los destinatarios de la Prohibición de usar información privilegiada (artículo 81.2 de la ley del mercado de valores española)”, em *Derecho de Sociedades, Libro en Homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, Madrid: 2002, p. 2811.

Outro elemento do artigo 227, apartado 1, da LMV recompilada, que suscitou reflexão da doutrina, é o sentido que se deve dar à ação de *dispor* de informação privilegiada. Parece ser mais adequado entender o *dispor* como *possuir*, no sentido de *conhecer a informação*²³³.

As infrações administrativas em relação à prática do *insider trading* estão organizadas de acordo aos princípios de *tipicidade* e *proporcionalidade*²³⁴ e são classificadas em muito graves²³⁵ e graves²³⁶, levando em conta a obtenção de um benefício econômico para enquadrar a gravidade da sanção.

²³³ Cfr. MARTÍNEZ FLÓREZ, Aurora: “Sobre los destinatarios de la Prohibición de usar información privilegiada (artículo 81.2 de la ley del mercado de valores española)”, em *Derecho de Sociedades, Libro en Homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, Madrid: 2002, p. 2836.

²³⁴ Vid. ARROYO ZAPATERO, Luis: “El abuso de información privilegiado em el derecho español”, em *Estudios de Derecho Penal Económico*, vol. 18, Colección Estudios, Editores Luis Arroyo Zapatero e Klaus Tiedemann, Cuenca: 1994, p. 67.

²³⁵ Artigo 282 da LMV recompilada: Son infracciones muy graves las siguientes acciones u omisiones: (...)

6. El incumplimiento de las obligaciones establecidas en el artículo 227.1, cuando el volumen de los recursos o de los valores o de los instrumentos financieros utilizados en la comisión de la infracción sea relevante o el infractor haya tenido conocimiento de la información por su condición de miembro de los órganos de administración, dirección o control del emisor, por el ejercicio de su profesión, trabajo o funciones o figure o debiera haber figurado en los registros a los que se refieren los artículos 229 y 230.

7. El incumplimiento, por parte de los emisores de valores, de la obligación establecida en el artículo 228, cuando de ello se haya puesto en grave riesgo la transparencia e integridad del mercado, el incumplimiento de los requerimientos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores formulados en virtud del artículo 237, así como el suministro a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de datos inexactos o no veraces, o la aportación a la misma de información engañosa o que omita aspectos o datos relevantes.

8. El incumplimiento de la obligación de adoptar las medidas preventivas establecidas en los artículos 227.3, 229 y 230, cuando dicho incumplimiento haya tenido lugar con ocasión de una concreta operación constitutiva de información privilegiada de acuerdo con lo previsto en el artículo 226 de la misma.

²³⁶ Artigo 295 da LMV: Son infracciones graves las siguientes acciones u omisiones: (...)

4. El incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 231, cuando no constituya infracción muy grave.

5. El incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 226 a 228, cuando no constituya infracción muy grave

6. El incumplimiento de la obligación de comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de operaciones sospechosas de constituir abuso de mercado, establecida en el artículo 232.

Em que pese o foco deste trabalho ser o tratamento criminal conferido à matéria, entende-se relevante trazer a lume um julgado do Tribunal Supremo da Espanha, em matéria de contencioso administrativo, retratado na STS 4422/2014 – Sala de lo Contencioso, de 14.11.2014, que entendeu não ser um requisito para a configuração da infração de transmitir uma informação privilegiada a terceiro a prova de que tal informação foi determinante da decisão de efetuar a operação examinada. Ademais, a Corte assentou o objeto de proteção da norma como sendo o de preservar a integridade dos mercados de valores e garantir a igualdade de condições dos potenciais investidores:

(...) En este sentido, consideramos que la Sala de instancia ha realizado una aplicación del concepto de información privilegiada del artículo 81 de la Ley del Mercado de Valores , acorde con la doctrina jurisprudencial de esta Sala de lo Contencioso- Administrativo del Tribunal Supremo expuesta en la sentencia de 27 de septiembre de 2011 (RC 418/2009), y con la del Tribunal de Justicia de la Unión Europea formulada en la sentencia de 23 de diciembre de 2009 (C-45/08), pues con convincente rigor jurídico, partiendo de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) -como contexto normativo actualizador de la disposición del Derecho interno-, analiza la conducta imputada a Dimas, consistente en incumplir la obligación de abstenerse de comunicar a terceros el proceso de negociación relativo a la venta por Faustino de su participación accionarial en Metrovacesa, S.-A., que resulta sancionable, en cuanto que no es exigible que se acredite que del uso indebido de la información se haya obtenido un beneficio económico determinado, ya que el designio del legislador con la imposición de este deber jurídico a los agentes y particulares que operan en el mercado bursátil es preservar la integridad de los mercados de valores y garantizar la igualdad de condiciones de los potenciales inversores.

O mesmo convencimento vem expresso na STS 184/2013 – Sala de lo Contencioso, de 28.01.2013, que uma vez mais exalta o foco de proteção da norma relativa ao *insider trading*, nos trechos que se transcreve:

(...)A nuestro juicio, concorde con el de la Sala de instancia y previamente con el de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las

7. La adopción de las medidas previstas en los artículos 227.3, 229 y 230 de forma insuficiente.

circunstancias singulares del supuesto de autos merecen la intensidad del reproche sancionador que se ha traducido en elevar al quíntuplo de los beneficios obtenidos el importe de la sanción. Confluyen, por un lado, además de las importantes sumas ilícitamente conseguidas, las notas subjetivas de aprovechamiento de una específica situación previa -no inherente a la obtención de toda Información privilegiada - en el seno de la cual el imputado asistía a los preparativos de la ulterior inversión, con el consiguiente deber de confidencialidad, que es quebrantado. Se trataba, además, de un sujeto infractor que - como subrayan tanto la autoridad administrativa cuanto el tribunal sentenciador- estaba cualificado por su condición de consejero "independiente" de sociedades que cotizaban en Bolsa, de cuyas comisiones de control él mismo formaba parte.

Le era requerible, pues, una mayor diligencia en el respeto de las pautas legales -y de otro orden- por cuyo cumplimiento debía velar para que no se produjeran episodios de abuso de mercado como los que protagonizó obteniendo una ventaja económica (sin exponerse a los mismos riesgos que los demás inversores) conseguida mediante la información privilegiada de que disponía, de la que se prevaleció en su provecho con especial menoscabo de la integridad de los mercados financieros y la confianza de los inversores.

(...)En fin, no cabe desconocer que el criterio rector que inspira la tipificación de estas muy graves conductas ilícitas es el de garantizar el buen funcionamiento de los mercados de valores y la confianza del público en que todos los actores que a ellos concurren lo hacen en igualdad de condiciones, sin que deban tolerarse abusos como el realizado en este caso que dañan de modo especial la integridad de aquellos mercados y frustran las expectativas de los inversores de buena fe. Precisamente por ello, y por la necesidad de mantener una regulación armonizada de los mercados europeos de valores mobiliarios, se aprobó la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), que exige a los Estados miembros la represión de estas prácticas mediante medidas o sanciones -incluso de orden penal- dotadas de contenido disuasorio (artículo 14). Las normas legales cuya aplicación al caso ha sido efectuada mediante la sanción impuesta responden a esta misma finalidad, disuasoria y a la vez proporcionada (por ello vinculan la multa al importe del beneficio), y vienen, en realidad, a incorporar a nuestro Derecho aquellas exigencias en materia de integridad de los mercados financieros. (sem destaques no original)

É interessante consignar que no Informe anual da CNMV de 2014, sobre o mercado de valores e sua atuação²³⁷, há registro de que o novo marco legal europeu dos mercados e dos instrumentos financeiros entrará em vigor em 1 de janeiro de 2017. Consta ainda, nesse documento, que no ano de 2014 houve 10.022 comunicações de fatos relevantes, os quais, em 57,1% dos casos, diziam respeito a

²³⁷ Acessível no sítio: http://cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IA2014_Web.pdf, em 20-10-2015.

“instrumentos financeiros”. Na sequência, as comunicações agrupadas sob a denominação “negócio e situação financeira” alcançaram 22,9% e o grupo “governo corporativo e convocatórias oficiais” obteve o índice de 14% nos comunicados relevantes, enquanto que os outros 6% diziam respeito a “operações corporativas”.

A atuação da CNMV tem sido criticada por alguns doutrinadores, pela pouca efetividade na fiscalização e punição do uso de informação privilegiada²³⁸, levando a maioria da doutrina a afirmar a necessidade da intervenção penal para a tutela efetiva do bem jurídico proteção da integridade dos mercados.

Com efeito, releva registrar que de acordo com a doutrina, por ocasião da apuração do caso que ficou conhecido como Asturiana de Zinc²³⁹, ocorrido no ano de 2001, pela primeira vez a CNMV decidiu recorrer à via penal para resolver um aparente caso de uso de informação privilegiada²⁴⁰.

²³⁸ Releva notar, neste sentido, o registro feito em relação a um caso que repercutiu na imprensa espanhola no final dos anos 1990, e que se encontra relatado em ARROYO RODRÍGUEZ, Antonio y VAQUERO LAFUENTE, María Esther: “La ética en el uso de la información privilegiada”, em *ICADE*, nº 64, 2005, p. 233. Foi arquivado por falta de provas na CNMV um caso de janeiro de 1998 envolvendo Juan Villalonga, então presidente de Telefónica, que adquiriu 64.224 opções sobre ações da empresa Telefónica, com um crédito de 200 milhões de pesetas, obtido no Banco Argentaria. Nos mesmos dias, como Presidente de Telefónica, Villalonga negociava em segredo uma fusão com a companhia telefônica estadunidense MCI-Worldcom. Villalonga ganhou com essa operação 21.300.000 de pesetas em apenas 14 dias, já que decidiu vender seus títulos antes do vencimento destes, depois que o presidente da CNMV recomendou tornar pública sua compra. As atas dos conselhos de administração comprovavam ainda nos anos de 1997 e 1998 as negociações em andamento com Worldcom, entretanto, consta do expediente que a CNMV não conseguiu comprovar o uso da informação privilegiada e arquivou o caso.

²³⁹ Os fatos investigados pela CNMV quanto ao possível uso de informação privilegiada que teria ocorrido por ocasião de uma OPA que o grupo suíço XSTRATA lançou contra a metalúrgica espanhola Asturiana del Zinc (AZSA). Se constatou que no mês anterior ao lançamento da OPA o empresário Thomas Schmidheiny, conselheiro da Xstrata havia comprado, a título pessoal, 350.000 ações da AZSA, por muitos milhões de euros, quando essas eram cotadas a 10 euros. No dia 06 de fevereiro de 2003 Schmidheiny divulgou um comunicado pelo qual tornava público que, depois de admitir perante o Juzgado de lo Penal nº 27, de Madrid, ter comprado as ações aludidas mediante o conhecimento prévio do lançamento da OPA sobre a AZSA, em dezembro de 2000, obteve acordo com o Ministério Público, pelo qual foi condenado a pagar multa de 1,458 milhões de euros, quantia que equivaleria ao ganho obtido com a operação. A sentença de conformidade 34/2003 tornou-se a primeira na Espanha de cunho condenatório por uso de informação privilegiada.

²⁴⁰ Conforme relatam ARROYO RODRÍGUEZ, Antonio y VAQUERO LAFUENTE, María Esther: “La ética en el uso de la información privilegiada”, em *ICADE*, nº 64, Madrid: 2005, p. 247 e PRIETO DEL PINO, Ana Maria: *Uso de Información Privilegiada en el Mercado de*

III. CONCLUSÃO PROVISÓRIA

A intervenção do Direito Administrativo para regular e punir condutas que dizem respeito ao cotidiano dos cidadãos revela importantes consequências de ordem prática, como já referiu Tiedemann²⁴¹. Por outro lado, ao não possuir um caráter garantista como tem o Direito Penal, a sanção oriunda da esfera administrativa ainda é mais onerosa ao cidadão em razão da autoexecutoriedade imediata das decisões administrativas, do deslocamento da carga impugnatória ao destinatário e do caráter suspensivo dos recursos²⁴², o que levou o Tribunal Constitucional Espanhol a afirmar a necessidade de aplicação dos princípios orientadores do Direito Penal, com certas matizações, ao Direito Administrativo sancionador²⁴³.

Há, inclusive, defensores da utilização de mecanismos externos ao direito penal para a proteção do correto funcionamento dos mercados, como a LMV, pois a relevância desse bem jurídico não seria a tal ponto importante para atrair a tutela do direito penal – que deveria ser utilizada apenas para as hipóteses que afetem de maneira grave o funcionamento do próprio mercado²⁴⁴.

De qualquer modo, o Direito administrativo estabelece padrões mínimos de condutas que devem ser observadas por todos os intervenientes do mercado de valores, a par de conceituar importantes elementos típicos da área bursátil que servirão de esteio à correta interpretação do tipo penal de uso de informação privilegiada. Cuida-se de uma área especializada, que maneja conceitos próprios e técnicos relevantes - a ponto de socorrer o intérprete da norma penal por ocasião da

Valores, em *La harmonización del Derecho Penal español: una evaluación legislativa*, Cords. Luis Arroyo Zapatero, Adán Nieto Martín e Pedro Crespo Barquero, Madrid: 2006, p.170.

²⁴¹ Vid. TIEDEMANN, Klaus: *Leciones de Derecho Penal Económico (comunitário, español, alemán)*, Barcelona: 1993, p. 230.

²⁴² Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 289.

²⁴³ Nesse sentido: STC 246, de 19.12.1991.

²⁴⁴ Assim, JERICÓ OJER, Leticia: “Utilización de información privilegiada en el ámbito del Mercado de Valores”, em *Derecho Penal de la Empresa*, Directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Cordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Navarra: 2002, p. 194.

aplicação da lei penal – e que por isso, merece a correta valorização da doutrina penal, dado seu caráter integrador dos elementos normativos do tipo penal, como será examinado adiante.

Assim, a eficácia da correta aplicação do Direito penal depende, em boa medida, da eficiência dos órgãos administrativos de fiscalização e controle, bem como da clareza das normas administrativas que estão na base do sistema bursátil, as quais impõem o dever de informação e asseguram a transparência necessária das operações, de forma a garantir a idoneidade essencial para atrair investidores ao mercado de valores.

Em pesquisa empírica realizada nos processos administrativos sancionadores julgados pela CVM brasileira entre os anos de 2002 e 2013²⁴⁵, detectou-se que foram julgados 34 casos relativos à matéria de *insider trading*, apurando-se o seguinte contexto: a CVM julga entre 2 a 4 casos de *insider trading* por ano; entre os 171 indiciados no período, 2/3 (114 indiciados) provém dos agentes do mercado (investidores de bolsa ou corretoras de valores), 45 internos (pertencentes às entidades emissoras de títulos) e 12 externos (profissionais e instituições sem vínculo direto com a companhia emissora e que prestam serviços relacionados às operações ou negócios que geram a informação privilegiada); informações sobre a modificação do controle acionário, atinentes à reorganização societária das companhias, fechamento de capital e recompra de ações somam 27 dos 34 julgados (80% do total de casos); do total de 171 indiciados pela utilização de informações privilegiadas, 38 foram punidos e 133 absolvidos; proporcionalmente, os mais punidos foram os indiciados internos (11 condenações), enquanto que entre os indiciados do mercado houve 91 absolvidos (dos 114 indiciados); as multas são as penalidades mais aplicadas (31 casos), seguidas das advertências (5 casos) e da inabilitação (2 casos).

Registra a doutrina que a SEC americana fez tramitar perante a Suprema Corte dos EUA, apenas no ano de 1980, mais de 116 casos de *insider trading*²⁴⁶.

²⁴⁵ Acessada em 01-01-2015, no sítio http://www.acionista.com.br/mercado/160614_RIT.pdf

²⁴⁶ Vid. GONZÁLEZ CUSSAC, Jose Luis: “El abuso de información Privilegiada”, em *Cuadernos de Política Criminal*, Madrid: 1989, p. 127.

Embora o nível de eficiência de um sistema punitivo não deva ser medido em relação à estatística de processos em curso ou de condenações existentes, é importante referir que, de acordo com um levantamento estimativo realizado pela doutrina espanhola²⁴⁷, em 11(onze) anos de existência, de 1989 a 1999, a CNMV impôs sanções pelo uso de informação privilegiada em apenas 7 (sete) casos, o que teria sido creditado por seu presidente à *dificuldade na obtenção da prova e às dúvidas hermenêuticas que suscitam a aplicação da regulação existente na área*. Conclui PRIETO DEL PINO que, justificáveis ou não, tais dúvidas de interpretação constituem um importante óbice na luta contra as operações de iniciados. Mais recentemente, no Informe anual de 2014 da CNMV, sobre o mercado de valores e sua atuação, não houve significativa alteração nesse quadro, pois consta que durante aquele ano o Comitê Executivo da CNMV acordou na abertura de 34 novos expedientes sancionadores, nos quais se imputam um total de 70 infrações e dessas, 20 dizem respeito a abuso de mercado (manipulação de mercado e uso de informação privilegiada). No mesmo período a CNMV concluiu 30 expedientes que incluíam 50 infrações, dos quais três foram iniciados em 2012, vinte e quatro em 2013 e três em 2014. No que se refere às infrações muito graves, relativamente ao uso de informação privilegiada, houve a abertura de um expediente em 2014 e de dois em 2013, dos quais nenhum foi concluído em 2014.

A experiência alemã, já referida em outra passagem, revelou que as vias civis e administrativas não se mostraram suficientes para coibir as práticas de abuso de mercado, em que pese a relevância das normas administrativas para a integração de conceitos do tipo penal, próprios da área mercantil. Aliás, a intervenção penal só tem sentido diante de um elaborado sistema regulatório que lhe dê suporte.

Não há dúvidas que para maior efetividade na apuração e processamento de casos de *insider trading*, além do imperativo de se aprovarem leis claras sobre o tema – que não suscitem dúvidas de interpretação aos órgãos da administração incumbidos da fiscalização do mercado de valores –, é preciso que o aparato estatal (*enforcement*) esteja apto a promover as investigações, dotado de um sistema de informática eficaz para detectar atividades suspeitas, além de integrado por

²⁴⁷ Vid. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 282-284.

recursos humanos capacitados para a identificação dos investidores nas bases de dados existentes.

Afinal, já se destacou que o êxito do direito estadunidense na investigação e punição de casos de *insider trading* deve ser creditado muito mais ao *enforcement* do que à regulamentação existente, a qual ainda possui lacunas de interpretação a reclamar maior intervenção dos Tribunais.

CAPÍTULO QUARTO

A COMUNICAÇÃO DE INFORMAÇÃO RELEVANTE

INTRODUÇÃO

Até o século XVIII, a forte intervenção do Estado nas sociedades por ações na Europa impunha-lhes extremo detalhamento de sua organização interna, seja quanto a seus privilégios, ou mesmo em relação a sua estrutura. A regulação das sociedades por ações que se desenvolveu nos dois últimos séculos, entretanto, optou por um modelo simples, que confere poderes de auto-organização, gestão e representação ao Conselho de Administração da empresa, ao qual, em contrapartida, se impõe o dever de lealdade e de transmissão das informações relevantes e úteis às tomadas de decisão nos mercados de capitais²⁴⁸.

Assim, embora haja dúvidas dos economistas quanto a saber em que momento é preciso deixar que o mercado se desenvolva naturalmente, é certo que a precisão da informação no mercado de capitais visa à proteção do investidor, principalmente do pequeno, porquanto garante a este a tomada de decisão consciente quanto ao investimento a ser realizado.

Por considerarmos que a informação relevante é o elemento normativo do tipo que mais tem suscitado dúvidas hermenêuticas, neste capítulo abordaremos a importância do acesso à informação desde sua percepção no contexto mundial, até constatar a relevância que esta adquiriu para a conformação do mercado de capitais tal qual hoje é conhecido, em seu aspecto positivo. Quais as características que deve ter a informação relevante? Quem tem o dever de informar, de acordo com as normas administrativas? Quando a informação se torna pública? São alguns dos questionamentos que tentaremos responder neste apartado.

²⁴⁸ MORENO-LUQUE, Juan Manuel: “El Control de la Información Financiera de las Sociedades que cotizan en Bolsa. Primeras Observaciones a las Recomendaciones del Libro Blanco”, em *Presente y Futuro de la Información Financiera. Gestión 2000*, Barcelona: 2003, p. 333.

A seguir, por fim, veremos a informação quanto ao seu aspecto mais nefasto ao mercado de valores, sob o viés dos vícios nos comunicados relevantes das empresas emitentes. Em que pese um comunicado viciado não constituir, em si, elemento do *insider trading*, mas sim de um provável crime de manipulação do mercado, por serem ambas práticas muito próximas – pois juntas constituem o abuso de mercado, como já afirmamos em outra passagem –, é conveniente que se analise a hipótese em que tais vícios ensejam que um *insider* se beneficie com a prática do crime de uso de informação privilegiada. Se não há dúvidas quando um gestor ou administrador da empresa emitente faz uso de uma informação privilegiada, porquanto tem o dever de comunicá-la ao mercado se dela quiser fazer uso, o mesmo não ocorre em relação aos acionistas. Nesse particular, é preciso distinguir entre acionistas majoritários/controladores e os pequenos acionistas, pois esses são, por via reflexa, também objeto de proteção da norma que proíbe o uso de informação privilegiada, enquanto aqueles, pela natureza de sua participação acionária, que os coloca como controladores da empresa, devem ter a conduta analisada sob outro prisma, de garantes.

I. ACESSO À INFORMAÇÃO EM DIPLOMAS LEGAIS – CONTEXTO MUNDIAL

O direito à informação constitui uma das bases de um Estado democrático de Direito. Sem acesso à informação não é possível o exercício com plenitude da cidadania, ou fiscalizar as atividades estatais e a gestão da coisa pública.

No plano internacional, a Declaração Universal dos Direitos do Homem reconhece a “todo indivíduo” o “direito à liberdade de opinião e de expressão”, o qual “implica a liberdade de manter as suas próprias opiniões sem interferência e de procurar, receber e difundir informações e ideias por qualquer meio de expressão independentemente das fronteiras” (artigo 19). No mesmo sentido, o Pacto Universal sobre Direitos Civis e Políticos estabelece que “Toda pessoa terá direito à liberdade de expressão”, direito esse que “incluirá a liberdade de procurar, receber e difundir informações e ideias de qualquer natureza” (artigo 19).

A Convenção para a Proteção dos Direitos do Homem e das Liberdades Fundamentais reconhece, no artigo 10.1, que qualquer “pessoa tem direito à liberdade de expressão. Este direito compreende a liberdade de opinião e a liberdade de receber ou de transmitir informações ou ideias”. Esse direito também é assegurado, com a mesma redação, no artigo 11.1 da Carta de Direitos Fundamentais da União Europeia.

Na Constituição Brasileira, o acesso à informação vem descrito no artigo 5º como um direito fundamental e, no que tange ao acesso à informação pública, foi regulamentado apenas em 2012, pela Lei nº 12.527, a qual ficou conhecida como Lei de Acesso à Informação.

A Constituição Espanhola igualmente consagra o direito “*a comunicar o recibir libremente información veraz por cualquier medio de difusión*”, no seu artigo 20.1.d). Apenas recentemente, entretanto, foi editada a Ley 19/2013, de 9 de dezembro, de transparência, acesso à informação pública e bom governo.

No âmbito do direito privado, também houve preocupação da ONU quanto à proteção dos consumidores, tanto que editou a Resolução nº 39/248, de 1985, que no artigo II, apartado 3, letra “c”, estabelece como um dos princípios gerais a serem observados quanto à proteção do consumidor, o “acesso dos consu-

midores à informação adequada para possibilitá-los a fazer escolhas conforme suas necessidades e desejos”.

Esse cenário revela que o direito de obter informação sempre foi perseguido pelo homem no contexto de um Estado democrático de Direito. A preocupação com a informação no Direito societário e no Direito dos valores mobiliários resulta da consagração da ideia de que “as sociedades são tanto mais democráticas quanto dispuserem de um sistema eficiente de divulgação de notícias e de circulação da informação, que vai garantir um maior controlo do poder”²⁴⁹.

No mercado de valores, como se verá a seguir, a informação adquire um *status* de grande relevância nas transações realizadas entre particulares, constituindo-se em um dos principais elementos caracterizadores do crime de uso de informação privilegiada.

Com efeito, no âmbito do direito de valores mobiliários, mais do que valorizar o direito do investidor à informação, estabeleceu-lhe a lei uma *proteção reflexa*, consagrando *deveres de informação*²⁵⁰, seja para assegurar a transparência ou para garantir o funcionamento do mercado, mas tendo por pano de fundo, também, a proteção do investidor, de forma a habilitá-lo a tomar decisões²⁵¹.

É necessário ressaltar, por fim, que embora existam convergências quanto à importância da informação para as sociedades comerciais e para o mercado de valores mobiliários, o direito à informação para aquelas possui caráter instrumental, acessório de outros direitos societários, enquanto que para o mercado de valores os interesses protegidos são exteriores e dizem com a defesa do próprio mercado²⁵².

²⁴⁹ Assim, PAZ FERREIRA, Eduardo: “A informação no mercado de valores mobiliários”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra: 2001, pp. 138-9.

²⁵⁰ Vid. NASCIMENTO RODRIGUES, Sofia: *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Coimbra: 2001, p. 42.

²⁵¹ Cfr. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p.16.

²⁵² Ver PAZ FERREIRA, Eduardo: ob. cit., p. 140.

II. CONCEITO DE INFORMAÇÃO PRECISA NA UE

Ao descrever o que se deve entender por *informação precisa*, a Diretiva 2003/124/CE alude a um acontecimento *razoavelmente previsível*²⁵³. Já o Regulamento 2014/596/UE, ao normatizar a informação privilegiada, no artigo 7º, 1, ‘a’, refere que será assim considerada a “informação com caráter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emitentes ou a um ou mais instrumentos e que, caso fosse tornada pública, seria idônea para influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados”.

O mesmo artigo 7º, no apartado 2 do mencionado Regulamento, descreve que uma “informação possui um caráter preciso se fizer referência a um conjunto de circunstâncias existentes ou razoavelmente previsíveis ou a um acontecimento já ocorrido ou razoavelmente previsível e se essa informação for suficientemente específica para permitir retirar uma conclusão quanto ao eventual efeito desse conjunto de circunstâncias ou acontecimentos a nível dos preços dos instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados, dos contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou dos produtos leiloados com base nas licenças de emissão”.

A esse respeito, convém recordar o posicionamento de FARIA COSTA e RAMOS quanto à identificação, no processo negocial, do momento em que a informação atinge o patamar de precisão. Os autores situam esse instante no aspecto da intencionalidade do crime de abuso de informação, sustentando que “no decurso de um processo negocial, a informação atinge o *grau de consolidação ou cristalização tipicamente relevante para efeitos de crime de abuso de informação*

²⁵³ “Para efeitos de aplicação no disposto no n.º 1 do artigo 1º da Diretiva 2003/6/CE, considera-se que uma informação possui um caráter preciso se fizer referência a um conjunto de circunstâncias existentes ou razoavelmente previsíveis ou a um acontecimento já ocorrido ou razoavelmente previsível e se essa informação for suficientemente precisa para permitir retirar uma conclusão quanto ao eventual efeito desse conjunto de circunstâncias ou acontecimentos a nível dos preços dos instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados”.

quando a probabilidade de o acordo não se fechar for ínfima ou irrisória”²⁵⁴ (com destaque no original).

Instado a se manifestar sobre questão prejudicial, o TJUE, no caso Markus Geltl contra Daimler AG (processo C-19/11) foi indagado se “é necessário que essa previsibilidade seja classificada como preponderante ou elevada ou, diferentemente, deve-se entender, quanto às circunstâncias cuja existência futura ou quanto aos eventos cuja ocorrência futura seja razoavelmente previsível, que o grau da previsibilidade depende da amplitude dos efeitos sobre o emitente, bastando assim, quando exista uma elevada suscetibilidade de influência dos preços dos instrumentos financeiros, que a ocorrência da circunstância ou do evento futuro constitua uma hipótese em aberto, desde que não seja improvável?”. Do julgamento se extrai a seguinte apreciação da Corte: “a expressão «razoavelmente previsíveis» constante do artigo 1.º, n.º 1, da Diretiva 2003/124 não exige que a probabilidade de ocorrência do acontecimento ou das circunstâncias em causa seja preponderante ou elevada (...) o regime instituído pelas Diretivas 2003/6 e 2003/124 exige apenas que, não faltando em sentido absoluto nenhum dos dois elementos referidos no artigo 1.º, n.º 1, da Diretiva 2003/124, exista uma informação precisa, com base numa avaliação *ex ante* conduzida utilizando os critérios do impacto previsível das informações, à luz do conjunto das atividades do emitente com elas relacionadas, da seriedade da fonte de informação, bem como das outras variáveis do mercado que possam afetar a evolução do instrumento financeiro relevante ou do instrumento financeiro derivado com ele relacionado, nas circunstâncias em causa”.

O Regulamento 2014/596/UE, que deve ser o ponto de partida para a normatização nacional em cada EEMM, efetivamente estabeleceu o critério do *investidor razoável* (art. 7º, apartado 4) para que se avalie a possível repercussão da informação quanto à capacidade de “influenciar de maneira sensível o preço dos instrumentos financeiros, dos instrumentos financeiros derivados, dos contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou dos produtos leiloados com base nas licenças de emissão”.

²⁵⁴ Vid. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 50.

No direito alemão o conceito de informação precisa foi adotado tal qual previsto na normativa Europeia²⁵⁵. No apartado próprio serão analisados os critérios existentes para avaliar o conteúdo de relevância da informação, bem como a ausência de menção expressa à necessidade de que a informação seja precisa sob o aspecto legislativo espanhol.

²⁵⁵ Vid. TIEDEMANN, Klaus: *Manual de Derecho Penal Económico. Parte General y Especial*. Coords. de Tradução Manuel ABANTO VÁSQUEZ e Adán NIETO MARTÍN, Valencia: 2010, p. 382.

III. INFORMAÇÃO RELEVANTE

Como ficou evidente na análise já efetuada do direito comparado americano, no mercado bursátil o valor dos títulos negociados depende fundamentalmente da informação relevante existente sobre estes - seja no que diz respeito à situação financeira da empresa emissora do título, ou mesmo no que tange aos seus planos futuros de atuação, como forma de garantir uma certa simetria informativa entre os investidores -, bem como depende do fato de a informação ter sido veiculada no prazo correto e de forma completa. Diz-se, por isso, que os mercados de valores são, em certa medida, *mercados de informações*²⁵⁶, nos quais a informação é tratada como *mercadoria* que pode gerar benefícios econômicos²⁵⁷.

A informação, portanto, é um bem que possui um valor elevado para quem a detém e pode caracterizar o sucesso de uma negociação no âmbito de qualquer atividade econômica, adquirindo relevância ainda maior na esfera do mercado de valores, como aludido, razão pela qual é imperiosa a imposição de obrigação de revelá-la ou de se abster de comercializar com base nela, a todos os que atuam naquele mercado²⁵⁸. Afinal, as operações de *insiders*, embora surtam efeitos nos mercados de valores, têm sua origem no mercado de informação - nos mecanismos de acesso aos dados relevantes²⁵⁹, como tais regulamentados nas normas administrativas.

Consideráveis incertezas são atribuídas à definição de quais informações estão sujeitas ao dever de divulgar²⁶⁰. Inobstante existam pontos comuns nas

²⁵⁶ Ver RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel e HUERTA VIESCA, Maria Isabel: “Emisores e Internet ante los Criterios de la CMNV para la Gestión de Noticias y Rumores Difundidos sobre Valores Cotizados”, em *RDBB*, 2009, p. 168.

²⁵⁷ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 116 e 314-315, a qual afirma que a informação privilegiada é o *objeto material* do crime de iniciados, pois é o elemento do tipo que aporta a carga de *nocividade social*.

²⁵⁸ Vid. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 140.

²⁵⁹ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *op. cit.*, p. 117.

²⁶⁰ KRAUSE, Hartmut: “The German Securities Trading Act (1994): A Ban on Insider Trading and an Issuer’s Affirmative Duty to Disclose Material Nonpublic Information”, em *The International Lawyer*, 1996, p. 588.

legislações dos países que criminalizam o *insider trading*, há críticas quanto à falta de clareza de alguns elementos que caracterizam a informação privilegiada, fenómeno esse principalmente verificado no Direito Estadunidense em que coube aos Tribunais delimitar seu âmbito de abrangência e limites²⁶¹. Porém, essa ausência de objetividade da lei quanto ao conteúdo da informação relevante para fins penais não é exclusividade daquele Direito.

Muito se tem discutido desde os anos 1980 sobre o que deve ser entendido como informação relevante (*inside information* ou *material information*) para fins de tipificar o *insider trading*, formando-se um consenso no sentido de que é um termo legal que deve preencher os seguintes requisitos²⁶², em qualquer legislação: a) a informação deve ser relevante e não foi publicada nos meios de comunicação em geral; b) a informação influenciaria o preço de compra e venda de ações; c) a informação é recebida por qualquer pessoa que tenha acesso direto ou indireto a ela por investir ou trabalhar no mercado de ações, a qual pode fazer uso pessoal ou transmiti-la a outrem para que o faça ao investir, lucrando com isso²⁶³. Além desses elementos, que são comuns aos mais diversos ordenamentos, para a lei espanhola a informação relevante deve estar conectada a um ou a vários valores ou instrumentos financeiros ou a um ou a vários emitentes de valores.

E qual a natureza jurídica dessa informação relevante? A informação pertence, inicialmente, à empresa – pois tem uma natureza secreta ou reservada na origem²⁶⁴ –, porém, no instante em que esta decide emitir títulos no mercado de

²⁶¹ Ver RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, pp. 141-2.

²⁶² Cfr. PESSANO, Maira Macchi: “Insider Trading: a White collar crime that challenges society”, em *Opinio Jure*, Canoas: 1994, p. 13.

²⁶³ MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Madrid: 2006, p. 60, entende que a relevância ou concreção da informação não pode se restringir unicamente aos emissores ou a valores mobiliários específicos, mas sim em relação ao mercado de valores *lato sensu*. Nesse sentido, exemplifica que uma notícia concreta da subida das taxas de juros, ou ato terrorista que está na iminência de ocorrer podem afetar o mercado em geral e, em sua visão, seria uma fonte inigualável de informação privilegiada. Cuida-se de uma posição minoritária na doutrina pois a maioria dos estudiosos do tema consideram relevante a informação relativa a emissores ou a valores mobiliários concretos.

²⁶⁴ Vid. MARTÍN PALLÍN, José Antonio: “Uso de información relevante para la cotización em mercado de valores”, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*, Madrid: 1997, p. 162.

valores, a fim de captar recursos, de acordo com as normas administrativas, fixa-se este momento como um marco, a partir do qual a informação passa a ser de conhecimento e interesse de todos os que investem no mercado. O Estado, a bem de executar sua política econômica, garantindo a igualdade de todos que atuam no mercado de valores, determina que a empresa emitente circule as informações relevantes de forma gratuita.

Assim, concordamos com a afirmação de PRIETO DEL PINO²⁶⁵, no sentido de que a natureza da informação relevante como um *bem público* se assenta sobre o fato de que pode ser utilizada por vários intervenientes no mercado ao mesmo tempo, uma vez que seu possuidor, depois de se servir da informação, deve ser o primeiro a difundi-la, por força da regulação administrativa. Diante desse quadro, a autora afirma, com razão, que a informação é *expropriada* dos emissores tão logo deixe de cumprir seu papel no âmbito empresarial.

Esse é o tratamento dado à informação relevante nos principais ordenamentos jurídicos existentes na Europa, nos EUA e também no Brasil. Há uma crescente intervenção administrativa em ordem mundial para assegurar a necessária transparência do mercado de valores. E, uma vez mais, essa preocupação vem estampada no Regulamento 2014/596/UE, quando afirma que, com sua edição, almeja-se a obtenção de segurança jurídica, a qual deve ser reforçada para os participantes do mercado, por meio de uma definição mais rigorosa de dois dos elementos essenciais para a conceituação de informação privilegiada, isto é, o ‘caráter preciso dessa informação e a idoneidade para influenciar de maneira sensível os preços dos instrumentos financeiros’, nos contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou nos produtos leiloados com base nas licenças de emissão²⁶⁶.

²⁶⁵ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 120 e 127. É interessante consignar que a autora, na p. 131, afirma existir uma diferença importante no trato da informação no Direito Estadunidense e na Espanha, centrada no fato de que, pela legislação americana, o emitente somente está obrigado a divulgar a informação se desejar utilizá-la para negociar valores, pelo que, a informação teria natureza de bem jurídico privado, limitada quanto ao uso de seu proprietário em razão do interesse público que pode despertar. Já na Espanha, tão logo a empresa emitente utilize a informação, esta deve ser colocada à disposição de todos, porque é um bem público.

²⁶⁶ Considerando nº 18 do Regulamento 2014/596/EU.

A. ATUAÇÃO DE ANALISTAS NO MERCADO DE VALORES

A profissionalização e informatização dos mercados nos últimos tempos fizeram com que os participantes do mercado de valores também se aprimorassem quanto ao estudo sobre os riscos e probabilidades de ganho na compra e venda de títulos. MONROY ANTÓN²⁶⁷ menciona que se desenvolveram, para tanto, dois modelos de análise, o *técnico* e o *fundamental*, sendo que este último é o mais difundido no mercado atual e baseia-se no estudo da situação financeira da empresa, tentando chegar a uma valoração desta que, dividida pelo número de ações, apontará como resultado o valor ideal de suas participações. Esse modelo é criticável por não ser altamente confiável²⁶⁸. Já o modelo de análise técnico, que também sofre críticas²⁶⁹, tenta prever o comportamento futuro dos valores por meio do estudo dos gráficos gerados pela cotização e é adotado por um contingente considerável de investidores, sobretudo no que se refere ao curto prazo.

O importante, em quaisquer dos modelos vistos, é o teor da informação que circula nos mercados de valores, pois será a base para a análise de conveniência ou não de se concretizar determinada transação.

Em um nível mais elementar, a sofisticação necessária para entender o funcionamento dos mercados, analisar balanços, compreender o impacto de novas tecnologias²⁷⁰ para certo setor e assim transformar tais notícias em uma informação importante, é dominada por analistas de agências de valores, por instituições bancárias e pelos participantes do correspondente setor bursátil. Essa análise das notícias recebidas pode ser comercializada a terceiros e dificilmente causará mudanças

²⁶⁷ Cfr. MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Madrid: 2006, pp. 55-6.

²⁶⁸ Para ver as críticas ao método: MONROY ANTÓN, ob. cit., pp. 56-7.

²⁶⁹ Assim, MONROY ANTÓN, Antonio J.: ob. cit., p. 57.

²⁷⁰ Vid RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel e HUERTA VIESCA, Maria Isabel: “Emisores e Internet ante los Criterios de la CMNV para la Gestión de Noticias y Rumores Difundidos sobre Valores Cotizados”, em *RDBB*, 2009, p. 170, os quais indicam o uso maciço da Internet como um instrumento que permitiu “la difusión casi instantánea y global de tales informaciones y rumores” que levaram à crise econômica de 2008, considerando-a “un arma de doble filo en materia de transparencia informativa de las sociedades cotizadas”. Os autores recordam que o Considerando 25, da Exposição de Motivos da Diretiva 2003/6, já revelava preocupação com o que, à época, era novidade quanto ao uso de novas tecnologias no abuso de mercado.

drásticas nos preços e quanto às possibilidades de lucro²⁷¹, portanto, cuida-se de prática legal, uma vez que os analistas, assim como os jornalistas especializados em mercado financeiro, não criam situações artificiais no mercado e apenas agem de acordo com as regras do jogo²⁷², pois disfrutam dos privilégios informativos utilizando o mesmo conhecimento colocado à disposição de todos os intervenientes do sistema bursátil²⁷³.

De fato, no direito espanhol, a atuação dos analistas financeiros está regulamentada no artigo 5 do RD 217/2008, quando normatiza a atuação das empresas de serviços de investimento, ao estipular que essas podem elaborar informes de investimentos e efetuar análises financeiras ou outras formas de recomendação geral relativamente às operações sobre instrumentos financeiros, para fins de sugestão de uma estratégia de investimento. O mesmo diploma legal, nos artigos 60 a 70, estabelece diversos requisitos que devem conter as informações enviadas aos clientes pelas empresas de serviço de investimento, destacando-se que a informação deve ser clara, imparcial e não enganosa.

Trata-se de uma atuação diferenciada em relação ao modo de agir do *insider* e que com esta não se confunde, pois, os analistas de mercado utilizam informação pública e a expertise que possuem para investir ou indicar investimentos a terceiros, assumindo os riscos inerentes às instabilidades do mercado. Já o *insider* age de forma antecipada ao mercado em geral, mediante a certeza de possuir uma informação privilegiada que lhe trará vantagem, em detrimento dos demais investidores.

Evidencia-se que modernamente os grandes movimentos de capitais se devem à atuação de profissionais que administram recursos de terceiros, v.g., fundos de pensão ou fundos de investimentos, os quais podem utilizar estratégias apa-

²⁷¹ Vid. MORENO-LUQUE, Juan Manuel: “El Control de la Información Financiera de las Sociedades que cotizan en Bolsa. Primeras Observaciones a las Recomendaciones del Libro Blanco”, em *Presente y Futuro de la Información Financiera. Gestión 2000*, Barcelona: 2003, p. 375.

²⁷² Assim, MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, p. 139.

²⁷³ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 323.

rentemente especulativas, mas que, via de regra, são pautadas em informações públicas e em análises técnicas²⁷⁴, constituindo-se, assim, em práticas lícitas.

Convém consignar que a Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho²⁷⁵, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, entendeu ser indispensável prever o grau de harmonização necessário para proporcionar aos investidores um elevado nível de proteção, de forma a permitir que as empresas de investimento prestem serviços em toda a União, no quadro de um mercado interno, com base na supervisão do país de origem²⁷⁶. Assim, em razão do que estabelece o artigo 25 desse diploma legal, encontra-se hoje uniformizada em todos os EEMM a exigência de que as empresas de investimento assegurem e demonstrem às autoridades competentes, que a prestação de serviço de consultoria para investimentos é realizada por pessoas com conhecimento e competência adequados de acordo com critérios que a própria Diretiva descreve. Além disso, a Diretiva exige que, ao prestar serviços de consultoria para investimento ou de gestão de carteiras, a empresa de investimento faça uma averiguação para constatar qual o nível de experiência e de conhecimento do cliente em matéria de investimento quanto ao produto buscado, ademais de impor à empresa de investimento que investigue a situação financeira do cliente, incluindo a sua capacidade para suportar perdas, a sua tolerância ao risco, de modo a recomendar a esse o investimento mais adequado.

Vê-se, pois, a preocupação da UE, ao estabelecer regras firmes de transparência na atuação das empresas de investimento - em um mercado que agora

²⁷⁴ Assim, MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, p. 140.

²⁷⁵ Na perspectiva de harmonização da UE em matéria de mercado de valores, essa Diretiva, analisada em conjunto com o Regulamento (UE) 600/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, deve constituir o enquadramento jurídico que rege “os requisitos aplicáveis às empresas de investimento, aos mercados regulamentados, aos prestadores de serviços de comunicação de dados e às empresas de países terceiros que prestam serviços ou exercem atividades de investimento na União”.

²⁷⁶ Consta do Considerando nº 4 da Diretiva 2014/65/EU: “A crise financeira revelou deficiências no funcionamento e na transparência dos mercados financeiros. A evolução dos mercados financeiros realçou a necessidade de reforçar o quadro da regulamentação dos mercados de instrumentos financeiros, incluindo situações em que a negociação nestes mercados é efetuada no mercado de balcão (OTC, over-the-counter), a fim de aumentar a transparência, melhor proteger os investidores, reforçar a confiança, fazer face às áreas não regulamentadas e assegurar que sejam concedidos às autoridades de supervisão poderes adequados para o desempenho das suas tarefas”.

permite a concorrência de várias plataformas de negociação -, em relação a todos os investidores²⁷⁷ mas, em especial, com a proteção do consumidor, assim identificado como o pequeno investidor, ou o investidor que não possui familiaridade com o mercado de valores, denominado “cliente não profissional”.

B. SONDAGENS DE MERCADO

As denominadas “sondagens de mercado” – assim consideradas as interações entre um vendedor de instrumentos financeiros e um ou mais investidores potenciais, antes do anúncio de uma negociação, a fim de avaliar o interesse de investidores prováveis numa possível operação e fixação do seu preço, volume e estruturação - são lícitas e valorizadas pelas normas europeias que regulamentam o abuso de mercado²⁷⁸.

No nível mais sofisticado, a informação corresponde às notícias cujo impacto não depende tanto de uma interpretação, mas que pode levar a mudanças drásticas quanto ao valor das ações. Cuida-se da informação que a doutrina exemplifica como sendo a que existe quanto a mudanças futuras nas condições reguladoras do mercado ou, no âmbito interno da empresa, a que diz respeito a novas invenções ou descobertas, a que se refere a perdas elevadas ou a benefícios inesperados, bem como aquela referente a aquisições futuras, todas essas, disponíveis a pessoas da própria empresa e aos que a assessoram²⁷⁹.

De outra parte, assenta-se que estão excluídos do conceito de informação relevante os rumores, as suposições, as hipóteses e as estimativas realizadas

²⁷⁷ Assim consta do Considerando nº 86: “Um dos objetivos da presente diretiva é proteger os investidores. As medidas destinadas a proteger os investidores deverão ser adaptadas às particularidades de cada categoria de investidores (investidores não profissionais, investidores profissionais e contrapartes). No entanto, a fim de reforçar o quadro regulamentar aplicável à prestação de serviços, independentemente das categorias de clientes em questão, é conveniente clarificar que os princípios de atuação de forma honesta, equitativa e profissional e a obrigação de atuar de forma correta, clara e não enganosa são aplicáveis às relações com quaisquer clientes”.

²⁷⁸ Ver Regulamento 2014/596/EU, considerandos de nºs 32, 33, 34 e artigo 11, em que se define e exemplificam as sondagens de mercado.

²⁷⁹ Cfr. MORENO-LUQUE, Juan Manuel: “El Control de la Información Financiera de las Sociedades que cotizan en Bolsa. Primeras Observaciones a las Recomendaciones del Libro Blanco”, em *Presente y Futuro de la Información Financiera. Gestión 2000*, Barcelona: 2003, p. 375.

com dados públicos, exemplificativamente, porque, embora tenham conteúdo econômico, não são aptos a influenciar de forma concreta as cotizações²⁸⁰.

Com relação aos boatos, ou rumores, apesar de não caracterizarem elemento do tipo de uso de informação privilegiada, insta consignar que a CVM brasileira, por meio de diversos julgados administrativos, tem reiterado a necessidade de as notícias que circulam no mercado relativamente às empresas de capital aberto, sua estrutura acionária e suas operações, sejam negadas ou confirmadas pelo Diretor de Relações com Investidores da empresa emitente²⁸¹ correspondente, sob pena de responsabilização administrativa²⁸².

A CNMV espanhola também regulamentou a matéria por meio dos “Criterios de la CNMV para la gestión de noticias y rumores difundidos sobre valores cotizados de 23 de febrero de 2009”²⁸³, documento pelo qual a agência espanhola – que tem por objetivo proporcionar a maior integridade dos mercados –, não tem o escopo de estabelecer regras rígidas ou protocolos de ação, mas sim de servir de guia às ações que devem ser esperadas de sua atuação em alguns casos, a fim de minimizar as divergências de interpretação sobre suas ações e providenciar a maior transparência possível, ao mesmo tempo em que fixa os parâmetros que são esperados dos emitentes de valores, dos intermediários do mercado. Esse documento afirma que os emitentes são as primeiras partes obrigadas a monitorar as notícias que surgem no mercado sobre o desempenho de seus instrumentos financeiros, na fase de estudo ou negociação de uma operação, bem como são obrigados a divulgar, como fato relevante, qualquer informação que foi vazada ou divulgada de forma parcial ou distorcida, quando existam indícios de que essa pode afetar os preços ou os volumes de negociação dos instrumentos financeiros por eles emiti-

²⁸⁰ Vid MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Madrid: 2006, p. 60; PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 342.

²⁸¹ De acordo com a Instrução Normativa 358/2002, compete ao Diretor de Relações com Investidores o dever de comunicar os fatos relevantes da empresa emissora.

²⁸² Faz prova disso o julgado CVM nº RJ2012/8010, de 21.07.2015.

²⁸³ Acessível no sítio http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/rumoresdefinitivoweb.pdf, em 30-11-2015.

dos. Nesse sentido, o documento menciona que “nesos casos, una política de silencio o de “sin comentarios” no resulta aceptable”.

A CNMV, portanto, monitora os rumores, tal qual o órgão similar brasileiro, como resultado dos mais novos desenvolvimentos do mercado de títulos espanhol, que, num futuro muito próximo, passará a determinar a publicação direta por parte das entidades emitentes, sem intermediação da CNMV, dos fatos relevantes, dada a complexidade dos regulamentos sobre a matéria e a necessidade de atribuir mais responsabilidade aos emitentes de valores mobiliários quanto à divulgação oportuna, precisa e completa de informações significativas. Se, diante de um rumor expressivo, após fazer contato com o emitente ou com outras fontes diretas, a CNMV concluir que a notícia é relevante ou resulta ser veraz ou ao menos essencial, requererá a publicação do oportuno fato relevante, de forma imediata. Porém, ao contrário da CMV brasileira, salvo situações excepcionais, a CNMV espanhola entende que não há necessidade de determinar a publicação de desmentidos sobre rumores falsos ou sem base real²⁸⁴.

De fato, os rumores ou boatos não integram o conceito de informação relevante para fins penais, mas podem causar um abalo no mercado de valores, motivo pelo qual as normas administrativas brasileiras impõem à empresa o dever de confirmar ou negar a notícia que circula no meio bursátil.

Para o mercado, os rumores ou boatos que podem influenciar a cotização devem ser entendidos como as notícias que circulam entre os operadores de mercado, sem procedência, nem autoria²⁸⁵.

Inclusive, há quem admita que certos dados, mesmo sem o nível de certeza exigido para sua divulgação, podem levar à volatilidade da cotização e assim, embora incertos, podem caracterizar o conceito de informação relevante²⁸⁶.

²⁸⁴ Essa postura é criticada por RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel e HUERTA VIESCA, Maria Isabel: “Emisores e Internet ante los Criterios de la CMNV para la Gestión de Noticias y Rumores Difundidos sobre Valores Cotizados”, em *RDBB*, 2009, pp. 178-180, os quais entendem que a CNMV deveria exigir um posicionamento de maior transparência das entidades emitentes, a fim de proteger os investidores, principalmente os minoritários.

²⁸⁵ Cfr. RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel e HUERTA VIESCA, Maria Isabel: ob. cit., p. 170.

²⁸⁶ Neste sentido: PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 340-341; HERNANDEZ

Essa volatilidade das cotizações, apontada como uma das responsáveis pela crise financeira europeia de 2008, é explicada, em muitas situações, pela difusão de informações e rumores relativos a sociedades cotizadas, ocasionando a essas consideráveis perdas, ou levando várias a eliminar ou reduzir dividendos, ou solicitar um plano de resgate, ou ser objeto de uma OPA, ou promover uma mudança no controle acionário, sem excluir a projeção desse cenário sobre circunstâncias pessoais de seus principais executivos²⁸⁷.

C. PROCESSO EMPRESARIAL DIVIDIDO EM ETAPAS

O Tribunal de Justiça da União Europeia julgou o processo C-19/11 (Markus Gellert contra Daimler AG)²⁸⁸, em 28-06-2012, no qual o Bundesgerichtshof da República Federal da Alemanha submeteu-lhe um pedido de decisão prejudicial que tinha por objeto a interpretação da Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003 - relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado) - e da Diretiva 2003/124/CE da Comissão, de 22 de dezembro de 2003 - que estabelece as modalidades de aplicação da Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho -, no que diz respeito à definição e divulgação pública de informação privilegiada e à definição de manipulação de mercado.

A questão prejudicial proposta pretendia saber se, em um procedimento continuado de uma determinada empresa, podem constituir *informações precisas*, na aceção das aludidas Diretivas, os *passos intermédios* que se dão ou foram dados, os quais se relacionam com a concretização da circunstância ou do evento futuro, ao que o TJUE respondeu que: “podem qualificar-se como privilegiadas, quando se verificam igualmente as outras condições referidas nas Diretivas 2003/6 e 2003/124, também as informações relativas às fases intermédias do processo que

SAINZ, Esther: “La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada”, em *Actualidad Penal*, nº09, Madrid: 1997, p.775.

²⁸⁷ Assim, RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel e HUERTA VIESCA, Maria Isabel: “Emisores e Internet ante los Criterios de la CMNV para la Gestión de Noticias y Rumores Difundidos sobre Valores Cotizados”, em *RDBB*, 2009, p. 169.

²⁸⁸ Julgado acessado em 31-10-2-15 no sítio eletrônico: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=120661&pageIndex=0&doclang=PT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=1020016>.

leva à realização de circunstâncias e acontecimentos futuros suscetíveis de influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados objeto das diretivas referidas e não somente as circunstâncias e os acontecimentos futuros que hipoteticamente venham a ocorrer”.

Nesse particular, para afastar qualquer dúvida sobre a importância das informações relevantes nas fases intermédias de uma negociação, é relevante recordar que o recente Regulamento 2014/596/UE esclarece vez a questão, ao estabelecer que, “quando a informação privilegiada diz respeito a um processo que ocorre por etapas, cada etapa do processo, bem como o processo no seu conjunto, pode constituir informação privilegiada. Um passo intermédio num processo continuado no tempo pode constituir, por si só, um conjunto de circunstâncias ou um acontecimento que existe ou relativamente ao qual há uma perspectiva realista de virem a existir ou ocorrer, com base numa apreciação global dos elementos já existentes. No entanto, este conceito não deverá ser interpretado no sentido de que o alcance do efeito desse conjunto de circunstâncias ou desse acontecimento nos preços dos instrumentos financeiros em causa deve ser tomado em consideração. Um passo intermédio pode constituir informação privilegiada se, por si só, cumprir os critérios previstos no presente regulamento para a informação privilegiada”²⁸⁹.

Para melhor definir qual a informação relevante obtida em relação à etapa intermédia de um procedimento empresarial, o próprio Regulamento exemplifica parâmetros de balizamento, ao afirmar que pode dizer respeito “ao estado das negociações de um contrato, às condições contratuais acordadas a título provisório no âmbito das negociações, à possibilidade de colocação de instrumentos financeiros, às condições nas quais os instrumentos financeiros serão comercializados, às condições provisórias de colocação de instrumentos financeiros ou à consideração da inclusão de um instrumento financeiro num índice importante ou à supressão de um instrumento financeiro desse índice”²⁹⁰.

As normas administrativas relativas ao *insider trading*, como se viu, são baseadas no princípio do *full disclosure* – ou plena transparência informativa –, pelo qual as empresas têm o dever de divulgar informações relevantes tanto no que

²⁸⁹ Considerando nº 16 do Regulamento 2014/596/EU.

²⁹⁰ Considerando nº 17 do Regulamento 2014/596/EU.

diz respeito a sua situação financeira, como em relação a outros aspectos negociais como os mencionados no Regulamento da UE, que podem influenciar positiva ou negativamente o valor das ações, ainda que digam respeito a uma fase intermédia das negociações, ou seja, antes de que o processo negocial esteja concluído.

D. DIFERIMENTO DA PUBLICIDADE DA INFORMAÇÃO RELEVANTE

No mercado de valores deve-se conjugar o *segredo* com a *máxima informação pública*, de modo que, quanto mais e melhor informado o investidor, menor o âmbito de existência de informações confidenciais²⁹¹.

Há várias formas de considerar uma informação publicada, segundo a doutrina²⁹²: quando um número indeterminado de pessoas tem a possibilidade de dela tomar conhecimento; quando seja conhecida do público do setor correspondente, que seriam os investidores profissionais; quando a informação é divulgada pela grande mídia.

Já se realçou que o modo de publicação da informação é muito importante, mas que a forma como essa é recebida pelo mercado adquire relevância maior ainda, pois se o mercado teve acesso à informação e ainda assim essa segue desconhecida para o público, não há mais natureza de privilégio da informação²⁹³. Desde essa perspectiva, é acertada a redação do Regulamento 2014/596/UE²⁹⁴, o qual considera que a informação deve estar disponível ao público “de forma a permitir um acesso rápido e uma avaliação completa, correta e oportuna da informação pelo público e, se for caso disso, no mecanismo oficialmente nomeado, referido no artigo 21.º da Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho”²⁹⁵.

²⁹¹ Ver LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Jacobo López: “El Insider Trading”, em *ADPCP*, Madrid: 1993, p. 1032.

²⁹² Cfr. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 44.

²⁹³ Vid. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 264.

²⁹⁴ Regulamento 2014/596/UE, artigo 17º apartado 1.

²⁹⁵ Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro de 2004, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações

O Regulamento 2014/596/UE prevê, entretanto, expressamente, três situações em que a divulgação da informação pode ser diferida para outro momento: a) em relação ao emitente: sempre que puder prejudicar os interesses legítimos do emitente e desde que o diferimento não seja suscetível de induzir o público em erro e o emitente seja capaz de assegurar a confidencialidade dessa informação²⁹⁶; b) em relação aos participantes do mercado das licenças de emissão: quando a informação a divulgar abranger as operações físicas da parte declarante e não os seus planos ou estratégias para o comércio de licenças de emissão, os produtos leiloados baseados nestas ou os instrumentos financeiros derivados com elas relacionado²⁹⁷; c) no que tange a instituições de crédito ou a instituições financeiras, excepcionalmente: para proteger o interesse público, preservar a estabilidade do sistema financeiro e, por exemplo, evitar que crises de liquidez em instituições financeiras se transformem em crises de solvência devido a uma retirada de fundos repentina²⁹⁸.

Quanto aos legítimos interesses que podem influenciar no diferimento da publicação da informação relevante, o próprio Regulamento exemplifica com casuísticas “que não constituem uma enumeração exaustiva: a) Negociações em curso ou elementos conexos, sempre que a divulgação pública possa afetar os resultados ou o curso normal dessas negociações. Em particular, no caso de a viabilidade financeira do emitente correr um risco grave e iminente, mesmo que não seja abrangida pela legislação pertinente em matéria de insolvência, a divulgação pública de informação pode ser diferida durante um período limitado para evitar que os interesses dos acionistas existentes e potenciais sejam seriamente afetados, comprometendo a conclusão de negociações específicas destinadas a garantir a recuperação financeira a longo prazo do emitente; b) Decisões tomadas ou contratos celebrados pelo órgão de direção de um emitente, que necessitem da aprovação de outro órgão social do emitente para se tornarem eficazes, sempre que a organização desse emitente exigir a separação entre esses órgãos, desde que a divulgação

respeitantes aos emitentes, cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado e que altera a Diretiva 2001/34/CE.

²⁹⁶ Regulamento 2014/596/UE, Considerando nº 49.

²⁹⁷ Regulamento 2014/596/UE, Considerando nº 51.

²⁹⁸ Regulamento 2014/596/UE, Considerando nº 52.

pública da informação antes da sua aprovação, em simultâneo com o anúncio de que esta aprovação permanece pendente, comprometa a correta apreensão da informação pelo público”²⁹⁹.

O Código de Valores Mobiliários de Portugal (artigo 141º) atribui à CMVM a possibilidade de dispensar a publicidade de informação cuja divulgação seja contrária ao interesse público ou envolva risco grave para o emitente, desde que a dispensa não possa induzir o público em erro. Esse dispositivo sintetiza a ideia de que, em certas circunstâncias, a obrigação de informar poder conflitar com a própria viabilidade de realização do investimento³⁰⁰.

A LMV Espanhola recompilada, no artigo 228.4, também deu ao emissor possibilidade de atrasar a publicação e a difusão da informação relevante – informando imediatamente a CNMV –, quando considere que a divulgação da notícia possa prejudicar seus legítimos interesses e sempre que essa omissão não seja suscetível de confundir o público. Entretanto, ressalta um segmento da doutrina que nessa hipótese a dispensa deve ser acompanhada pelo cumprimento de um dever absoluto de reserva por parte da entidade emissora, como determina a mesma norma³⁰¹.

Pode-se exemplificar algumas situações que autorizariam o retardamento da publicação da informação relevante, como a notícia de lançamento de um novo produto, uma campanha publicitária, um acordo operacional com outra empresa, o ingresso de um novo sócio, uma fusão, enfim, situações nas quais o sigilo é essencial para evitar a ação predatória de um concorrente ou o cancelamento de um negócio vital para a empresa³⁰².

²⁹⁹ Regulamento 2014/596/UE, Considerando nº 50.

³⁰⁰ Cfr. PAZ FERREIRA, Eduardo: “A informação no mercado de valores mobiliários”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra: 2001, p. 151. Ver, também, quanto à adoção do mesmo critério no direito italiano, DI AMATO, Astolfo: *Diritto Penale Dell’Impresa*, Milano: 2006, p. 299.

³⁰¹ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 172.

³⁰² Vid. MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, p. 144. Ver, também, RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel e HUERTA VIESCA, Maria Isabel: “Emisores e Internet ante los Criterios de la CMNV para la Gestión de Noticias y Rumores Difundidos sobre Valores Cotizados”, em *RDBB*, 2009, pp. 177-8, quando mencionam que a atuação da

É preciso ressaltar, contudo, que se a informação escapar ao controle da sociedade de capital aberto, todas as legislações analisadas determinam que a notícia seja imediatamente publicada. No Brasil, a Instrução CVM nº 358/2002 admite essa postergação da publicidade da informação relevante mas adverte no artigo 6º, § 1º, que, “na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados”, aquela exceção deixa de prevalecer sobre a ampla divulgação. Colhe-se do julgamento do processo administrativo sancionador CVM nº RJ2013/10321, de 18.03.2015, que uma informação *escapa ao controle* quando “é divulgada pela imprensa ou quando ela é objeto de boatos ou rumores de mercado. Nesses, a companhia deverá dar uma declaração franca e clara sobre o assunto, seja para negar ou confirmar a notícia. Caso os boatos ou rumores sejam indicadores de vazamento de informação relativa a ato ou fato relevante, a única forma de corrigir a situação é através de seu rápido esclarecimento”.

E. OBJETO DA INFORMAÇÃO: ATO OU FATO RELEVANTE

I. ASPECTOS NORMATIVOS DA INFORMAÇÃO

Já se destacou que o foco da proteção dos investidores, que ocorre via reflexa à proteção do mercado de valores - é propiciar um ambiente jurídico e econômico no qual seus interesses relativos aos investimentos realizados sejam amparados sob certos aspectos como, *v.g.*, no que diga respeito ao acesso à informação, à igualdade de oportunidades, ou à regularidade nas transações³⁰³. A regulação do mercado quanto a tais circunstâncias não exclui o risco próprio dessas atividades, entretanto, mediante a circulação da informação pretende-se tornar esse risco aceitável, impedindo que se ultrapassem certos limites de razoabilidade³⁰⁴.

entidade emitente diante da fuga de informação deve ser efetiva, ainda que “la citada difusión de información pueda generar perjuicios para la propia sociedad o sus accionistas, máxime cuando se trate de información atinente a fases embrionarias de un futuro negocio jurídico, cuya difusión puede dar una ventaja decisiva a competidores o alertar a una posible sociedad tercera afectada”.

³⁰³ Cfr. NASCIMENTO RODRIGUES, Sofia: *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Coimbra: 2001, p. 33.

³⁰⁴ Vid. PAZ FERREIRA, Eduardo: “A informação no mercado de valores mobiliários”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra: 2001, p. 146.

Um dos elementos normativos de mais difícil conceituação no crime de uso de informação privilegiada é exatamente determinar qual o conteúdo da informação relevante que deve ser publicamente divulgado. Há muitos diplomas legais e normas de cunho administrativo que foram editadas para facilitar a missão do intérprete, principalmente no âmbito penal, pois já se asseverou que o crime de *insider trading*, como regra, socorre-se de normas administrativas para integrar-lhe certos elementos normativos necessários à correta tipificação. Cuidam-se de dispositivos legais que têm por escopo assegurar a simetria de informações a todos os participantes do mercado de valores, mediante a imposição da regra “revelar ou se abster” a quem detém informação privilegiada.

SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES³⁰⁵ adverte que é preciso delimitar essa intervenção estatal quanto à proteção a ser conferida ao investidor, uma vez que o risco é inerente à atividade de investimento em valores mobiliários e não se pode esperar uma atitude paternalista da agência reguladora do mercado de valores. Errar quanto ao investimento faz parte do fluxo do mercado. Assim, o que deve ser assegurado é que antes de investir o sujeito tenha acesso às informações necessárias e completas ao seu esclarecimento, o que coloca a informação como uma das principais vias de proteção do investidor.

A Lei de Mercado de Valores Espanhola recompilada conceitua a *informação privilegiada* como aquela que “podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación”³⁰⁶. Ademais, o aludido diploma legal é expreso quanto às condutas a serem

³⁰⁵ Vid. NASCIMENTO RODRIGUES, Sofia: *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Coimbra: 2001, pp. 34-35. Ver, também, GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 40, quando afirma que a informação “representa en el actual estudio de la evolución económica y social un elemento fundamental para el desarrollo del mercado; de ahí que es posible afirmar que la información veraz, amplia, controlada, constituye la piedra angular sobre la que gira el moderno, complejo y tecnificado mercado de valores como mercado eficiente, y que, por el contrario, en otros mercados, siendo igualmente relevante la información, no resulta protegida o, al menos, su utilización fraudulenta no es sancionada”.

³⁰⁶ ‘Artículo 226. Información privilegiada. 1. Se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría

evitadas por quem detém a informação relevante, de forma a ensejar a livre formação dos preços no mercado³⁰⁷. A Carta Circular 9/1997 da CNMV espanhola estabeleceu alguns comportamentos e orientava a identificação de situações que poderiam caracterizar uma provável informação relevante, aludindo a “todo hecho o decisión que pueda modificar o haya modificado la rentabilidad o solvencia del emisor, en suma su nivel de eficiencia económica, o el nivel de eficiencia que el mercado le atribuye en base a la información disponible previamente distribuida, puede, en potencia, producir un cambio en el precio de los valores emitidos y, por lo tanto, ser considerado hecho relevante”. Esse documento foi posteriormente substituído pela Carta Circular 14/1998, de 28 de dezembro, sendo que no ano 2000 a CNMV retirou da página *web* todas as Cartas Circulares dirigidas pelo Presidente da Comissão a diversas entidades que atuavam no mercado de valores, sob o argumento de que, assim, a CNMV pretendia “finalizar com as dúvidas que sua natureza pudesse suscitar, assim como acomodar-se aos instrumentos de atuação que o ordenamento jurídico prevê para a Comissão”³⁰⁸. A própria denominação de Cartas Circulares poderia fazer pensar, segundo declarou a Comissão, que se encontrava ante verdadeiras disposições normativas, quando em realidade não eram senão critérios interpretativos ou recomendações dirigidas pelo Presidente da CNMV às pessoas que atuavam nos mercados.

Em que pesem as justificativas expressas para tornar sem efeito as Cartas Circulares – justificativas de conteúdo questionável para a solução a que se prestaram -, o certo é que tais documentos efetivamente serviram à finalidade de estabelecer os mencionados critérios de comportamento que, embora constituam hoje norma não escrita, devem ser utilizados ainda como um padrão a ser observado nos comportamentos do mercado. Do que se depreende das situações exemplificativas expostas na Carta Circular 14/1998, a CNMV interpretava o artigo 226 da LMV então em vigor no sentido de que a informação relevante se circunscrevia aos

influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación.

³⁰⁷ Atual artigo 231 da Ley 24/1988 recompilada.

³⁰⁸ Essas razões constaram da Memoria 2000, Comisión Nacional del Mercado de Valores, págs. 17 y 18, que pode ser acessada no sítio <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/memo2000.pdf>. Acesso realizado em 13-12-2015.

aspectos internos da empresa emissora de valores, ficando excluídas as situações de conjuntura econômica externa, bem como o cenário da política em geral, em visão que encontra eco em um segmento da doutrina³⁰⁹.

Já em 11 de novembro de 2005, sobreveio o Real Decreto 1333, que completou a transposição ao ordenamento jurídico espanhol dos seguintes documentos comunitários³¹⁰: Diretiva 2003/6/CE, sobre abuso de mercado; Diretiva 2003/124/CE da Comissão, de 22 de dezembro de 2003, sobre a definição e revelação pública da informação privilegiada e a definição da manipulação de mercado; a Diretiva 2003/125/CE da Comissão, de 22 de dezembro de 2003, sobre a apresentação imparcial das recomendações de investimento e a revelação de conflitos de interesses, e, por último, a Diretiva 2004/72/CE da Comissão, de 29 de abril de 2004, de práticas de mercado aceitas, a definição de informação privilegiada para os instrumentos derivados sobre matérias primas, a elaboração de listas de pessoas com informação privilegiada, a notificação das operações efetuadas por gerentes e a notificação das operações suspeitas. O RD 1333/2005 concretizou o conceito de informação privilegiada e de manipulação de mercado. Em 24 de julho de 2008, a CNMV editou um documento intitulado “Criterios de la CNMV sobre detección y comunicación de operaciones sospechosas”³¹¹, em cujo capítulo 4 faz indicação de possíveis operações suspeitas a serem observadas na fiscalização do mercado, por meio de uma lista de tipologias de informação privilegiada. O Real Decreto 1333/2005, em seu artigo 5º, finalmente regulamentou a edição de Circulares por parte da CNMV, para fins de aceitar ou rechaçar práticas de mercado.

É digno de nota que a Diretiva 2003/6/CE fez alusão expressa à extensão da proibição do uso de informação privilegiada no que se refere às “atividades

³⁰⁹ Vid. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 337; FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada en el mercado de valores en el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, p. 94, mantinha igual postura em análise efetuada antes de ser publicada a Diretiva 2003/6/CE.

³¹⁰ Importante destacar que as Diretivas 2003/6/CE, 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE estarão todas derogadas em 3 de julho de 2016, pelo artigo 37 do Regulamento (EU) nº 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado).

³¹¹ Acessível no sítio: <http://cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={ee060438-fa39-4478-9885-df7e9bac397e}>, em 30-09-2015.

delitivas” que possam influenciar o mercado regulado. A possibilidade de que o conhecimento sobre uma atividade delitiva possa caracterizar, em tese, informação privilegiada, deve ser vista no bojo da edição da Diretiva mencionada, no contexto mundial pós 11 de setembro de 2001 - tanto que em seus considerandos 10 e 17 faz menção a isso de modo expresso. Em que pese não haver consenso doutrinário sobre tal abrangência da norma³¹², se considerarmos o bem jurídico tutelado identificado com a proteção da integridade dos mercados de valores, na sua dupla vertente - confiança no correto funcionamento dos mercados e garantia da igualdade dos investidores -, teremos que concluir que quem comercializa ações estando em posse de uma informação privilegiada acerca de um ato ilícito em vias de ocorrer no mercado de valores, ainda que não seja informação oriunda da empresa para a qual trabalha, seria passível de incidir na conduta típica.

Com efeito, essa preocupação expressa na Diretiva já encontra eco em estudos econômicos que afirmam a existência de possibilidade concreta de grupos terroristas aproveitarem-se da informação privilegiada que possuem para realizar especulação financeira no mercado de valores, potencializando ganhos graças à queda nas cotizações que costuma ocorrer após os ataques terroristas³¹³.

De fato, o artigo 285 do CP espanhol refere que a informação é relevante para a cotização de ‘qualquer classe de valores ou instrumentos negociados em algum mercado organizado’. Assim, não cabe a interpretação restritiva sustentada

³¹² Favoravelmente a incluir como informações relevantes também as oriundas do mercado (Market information), ver RODRÍGUEZ MOURULLO: “La utilización abusiva de información privilegiada em el mercado de valores ante el Derecho Penal”, em *Poder Judicial, Nuevas formas de delincuencia*. CGPJ, Madrid: 1988, p. 245. Ver, ainda, os comentários de FOFFANI, Luigi: “La nueva disciplina penale dell’ “Insider Trading” e delle frodi nel mercato Mobiliare”, em *Rivista Trimestrale di Diritto Penale Dell’Economia*, Padova: 1991, p. 919, no sentido de que a norma é genérica e embora devesse, não delimitou se a notícia relevante é apenas interna quanto a fatos da sociedade (*corporate informations*) ou e diz respeito a fatos externos (*Market informations*).

³¹³ Vid. Amplamente, neste sentido, o estudo de BUESA BLANCO, Mikel/VALIÑO CASTRO, Aurelia/HEIJS, Joost/BAUMERT, Thomas/GONZÁLEZ GÓMEZ, Javier: *Impacto de los atentados terroristas del 11-M sobre el mercado de valores*. [Documentos de trabajo del IAI n° 55, 2006], acessado, em 05-12-2-15, no sítio da Universidad Complutense de Madrid: <http://eprints.ucm.es/7941/1/55.pdf>, os quais concluem que é real a possibilidade de os mercados de valores poderem ser instrumentalizados pelos próprios grupos terroristas para, com base na informação privilegiada quanto aos atentados, lucrar com a negociação de títulos quando as cotizações baixarem pós atentados. Assim recomendam o desenvolvimento de protocolos de controle por parte da CNMV e do Corpo de Forças de Segurança do Estado.

por alguns³¹⁴, no sentido de que a informação relevante é aquela gerada no âmbito das sociedades emittentes de valores em relação a si mesmas e a seus valores ou a outros emissores de valores, pois essa visão exclui todas as informações geradas no contexto do próprio mercado e que podem, em tese, abalar a credibilidade deste.

Nesse sentido, convém recordar que no Considerando nº 14 do Regulamento 59/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, fez-se expressa alusão a que a avaliação da aptidão da informação para influenciar um *investidor razoável* deve ter em conta, entre circunstâncias que a Diretiva exemplifica, *qualquer outra variável do mercado* que, no caso concreto, possa afetar os instrumentos financeiros. Assim, entendemos que a filosofia que orienta o Regulamento – a qual pretende garantir a uniformidade de regras e a clareza de conceitos em matéria de abuso de mercado, para todos os EEMM – é a de considerar relevantes as informações geradas no âmbito interno das empresas emittentes (*inside information*), bem como as informações externas a essa (*market information*) que possam afetar a cotização de suas ações no mercado de valores.

No direito português, o Código de Valores Mobiliários, no artigo 7º, do Capítulo III, do Título I, diz que “deve ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita a informação respeitante a valores mobiliários a ofertas públicas, a mercados de valores mobiliários, a actividades de intermediação e a emittentes, que seja susceptível de influenciar as decisões dos investidores ou que seja prestada às entidades de supervisão e às entidades gestoras de mercados, de sistemas de liquidação e de sistemas centralizados de valores mobiliários”, o que levou a doutrina portuguesa a situar a informação como *uma das bases de funcionamento do mercado*³¹⁵.

RUIZ RODRIGUEZ³¹⁶ chama atenção para a opção feita pela legislação alemã, nesse particular, que exclui da proibição legal a mera valoração de fatos, ainda que esta pudesse influenciar a cotização, contrastando esse modelo com o da

³¹⁴ PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 337-338.

³¹⁵ Cfr. PAZ FERREIRA, Eduardo: “A informação no mercado de valores mobiliários”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra: 2001, p. 150.

³¹⁶ RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades en la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, pp. 146-7.

Suécia, que adota um conceito amplo de informação privilegiada, no qual se admite qualquer informação ou circunstância que possa afetar a cotização.

O conceito de informação relevante para o direito brasileiro encontra-se no artigo 155, §1º, da Lei nº 6.404/76, quando estabelece que “Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários”.

A partir das alterações produzidas em tal dispositivo pela Lei nº 10.303/2001, a Comissão de Valores Mobiliários do Brasil editou a Instrução Normativa nº 358/2002 (alterada pelas Instruções 369/02, 449/07, 547/14, 552/14 e 568/2015), que dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta e estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

No artigo 2º da Instrução nº 358/2002 a Comissão de Valores Mobiliários conceitua ato ou fato relevante como sendo “qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”³¹⁷. Cuida-se,

³¹⁷ O rol exemplificativo dos fatos que devem ser divulgados ao mercado encontra-se no parágrafo único desse dispositivo, a saber. Parágrafo único. Observada a definição do *caput*, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;

assim, de uma interpretação mais restritiva do conceito de informação relevante que, diferentemente do conteúdo previsto nas normativas europeias, deve estar adstrita ao que ocorre no âmbito interno ou diga respeito às empresas emitentes.

De uma forma sintética, a maioria da doutrina afirma que a informação relevante está relacionada exclusivamente com *inside information*: o estado de mudanças do patrimônio líquido; o estado de tesouraria (de caixa) ou de fluxo de efetivo; o estado de valor agregado (renda empresarial, sob enfoque social, que se

II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;

III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;

IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;

V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;

VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;

VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;

VIII - transformação ou dissolução da companhia;

IX - mudança na composição do patrimônio da companhia;

X - mudança de critérios contábeis;

XI - renegociação de dívidas;

XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;

XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;

XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;

XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;

XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;

XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;

XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;

XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;

XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;

XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;

XXII - impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

obtem pela incorporação dos custos ou sacrifícios de fatores a um processo produtivo como ganho do coletivo que intervém na produção); a existência de recursos intangíveis – assim entendidos como o capital intelectual que engloba conhecimentos, informação, propriedade intelectual e experiência - utilizados para criar riqueza; a informação social e meio ambiental; informação sobre os riscos empresariais³¹⁸.

Há ainda, quem considere relevante a ponto de ocasionar importantes modificações no comportamento do mercado: a publicação do balanço anual de uma empresa, o lançamento iminente de uma oferta pública de aquisição de ações de outra empresa, ou a ampliação do capital social mediante nova emissão de ações³¹⁹.

Exatamente porque deve vir a ser revelada em algum momento futuro, a informação privilegiada não deve ser vista, necessariamente, como sinônimo de *información reservada*³²⁰. Contudo, parte expressiva da doutrina entende que são sinônimas as expressões “de acesso reservado” e “privilegiada”, pois a ênfase deve ser dada à acessibilidade e não à publicidade³²¹.

³¹⁸ Para uma completa análise do impacto financeiro e contábil de tais informações, ver, por todos: FIDALGO CERVIÑO, Esther: “La Información Financiera em el Futuro II: Nuevos Estados Contables y Nuevos Ámbitos”, em *Presente y Futuro de la Información Financiera*, Barcelona: 2002, p. 300.

³¹⁹ Vid. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 149. Ver RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo: *Estudios de Derecho Penal Económico*, Navarra: 2009, p. 39, sobre a importância da proteção penal do balanço anual das sociedades anônimas, que permite saber até que ponto houve defesa da integridade do capital, garantia dos direitos dos terceiros que se relacionam com a empresa e em que medida se administrou adequadamente a participação do sócio eminentemente capitalista.

³²⁰ Ver, a respeito, GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 118.

³²¹ Neste sentido: JERICÓ OJER, Leticia: “Utilización de información privilegiada en el ámbito del Mercado de Valores”, em *Derecho Penal de la Empresa*, Directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Cordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Navarra: 2002, p. 185; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 356; CASTRO MORENO, Abraham e OTERO GONZÁLEZ, Pilar: *El Abuso de Información Privilegiada em la Función Pública*, Colección los Delitos, v. 71, Valencia: 2007, pp. 100-101. Contrariamente: GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, pp. 130-131, por entender que a informação privilegiada será publicada em algum momento, mas a informação reservada não pode ser divulgada ou publicada.

Na Sentencia 142/2012, proferida pelo Juzgado de lo Penal nº 25 de Madrid, em 21/02/2012³²², que resultou em condenação pelo uso de informação privilegiada, após examinar as contribuições doutrinárias existentes sobre o tema, concluiu-se que “para calificar como relevante una Información debe reunir las siguientes notas, información concreta excluyendo rumores o conjeturas que vaya referida a títulos o valores, que no haya trascendido al público y que tenga capacidad para interferir en esa cotización de valores de mercado”. A respeito do que deveria ser entendido por ‘informação relevante’, o Juzgado afirmou que assim deveria ser considerada a fixação do preço que iria ser aceito por ação e que era inferior à média de seu valor de cotização em bolsa. Constatou, assim, da decisão, que durante o período de negociação da venda - a qual era conhecida do mercado - a cotização da ação na bolsa era sempre superior à quantia que os acionistas estariam dispostos a aceitar, chegando a superar o dobro da cifra – e esta informação não era conhecida no mercado:

(...)Precio de la acción que es un hecho interno de la sociedad, que no había trascendido al público ni siquiera una filtración aproximada cuyo conocimiento estaba limitado al Consejo de Administración y a la entidad encargada de la negociación, que afectaba a acciones y

³²² O caso trata da utilização de informação relevante obtida por um Conselheiro do Conselho de Administração de CARTERA HOTELERA S.A., em reunião que assistiu em 16-10-2006, e em cuja ata constou a decisão de continuar as negociações com o grupo NH Hoteles, assim como a aceitação de uma oferta de compra que supunha o pagamento de 4,94 euros por ação. Como informação concreta e transcendente para o mercado. Se comprovou documentalmente por informações oriundas das autoridades luxemburguesas e suíças que era SEA MANAGEMENT S.A. a titular de 422.072 ações de CARTERA HOTELERA SA., o que representava 3,72% do capital social. Ficou provado, ainda, que SEA MANAGEMENT SA tinha seu capital social dividido em 20.000 ações, das quais 19.999 eram de propriedade de Credit Agricole Suisse Conseil. Fiduciaire Credit Agricole Indosuez SA havia celebrado um contrato de fideicomisso com Gaspar e com seus três irmãos. Credit Agricole Suisse Conseil SA celebrou, então, um contrato de gestão fiduciária com Gaspar em 2 de dezembro de 1998, relativamente a SEA MANAGEMENT SA, o qual esteve em vigor até o mês de julho de 2008. Por fim, ficou comprovado que no dia 05-12-2006, Gaspar ordenou a venda da participação na OCCIDENTAL HOTELES MANAGEMENT BV, que possuía a empresa SEA MANAGEMENT SA., explicitando que o preço não poderia ser inferior a 6 euros. A venda foi realizada ao preço médio de 7,71 euros por ação, totalizando o importe da operação em 3.252.891,25 euros. O julgado afirma que se a venda tivesse sido efetuada quando a informação relevante foi conhecida pelo mercado, a quantia obtida teria sido de 1.688.288 euros, de acordo com o preço do valor da cotização, portanto, com uma diferença de 1.564.603,25 euros.

con capacidad para interferir en esa cotización de valores de mercado.

Dicha capacidad de influencia en la cotización se ha demostrado con la referida certificación de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid que acredita que en el momento que el precio de venta se hizo público, la cotización en bolsa bajó situándose en una cifra inferior al citado precio llegando el 1 de Marzo de 2007 a los 6,50 euros y a partir del 12 de Marzo, y teniendo presente que algunos días no cotizaron las acciones, la cotización osciló entre 4,03 y 4,19 euros.

La documental aportada prueba que el día 1 de Marzo de 2007, se aceptó la oferta de compra por el Grupo Inversor por 434 millones de euros, hecho relevante comunicado a la CNMV, pero aun no había trascendido al mercado el precio.

Y a partir de esta fecha, que es cuando trasciende el acuerdo, el siguiente día de cotización, el ya mencionado 12 de Marzo de 2007, la cotización se situó en una cifra muy inferior.

Por consiguiente es el precio de la venta la información relevante no pública y con capacidad de influir en el mercado.

(...)

No obstante, la defensa omite en su argumentación que " no entorpecer " no significa que " no afecte ", existen otras modalidades de conducta que provocarían dicha afectación, y no es la decisión de venta la que hubiera provocado una reacción sino la cantidad en que se valoraba la acción por el Consejo de Administración de la sociedad propietaria el precio que se estaba dispuesto a aceptar por la venta y no que un solo accionista vendiera su parte.

(...)

Es el acceso público a la información(que hasta entonces era reservada) lo que debe determinar la influencia en la cotización, y así cuando en el día 1 de Marzo de 2007 se hace conoce el precio de venta de OCCIDENTAL HOTELES, el mercado reacciona en la primera sesión bursátil de cotización de las acciones.

Si la información reservada hubiera trascendido en la fecha que la supo Gaspar, cabe inferir de modo lógico y por lo expuesto que la cotización de modo inmediato hubiera tenido la misma reacción que la del mes de Marzo de 2007.

Pues es notorio que una vez que el mercado conoce un hecho relevante para una compañía que cotiza en bolsa reacciona de forma inmediata -comprando si es beneficioso o vendiendo si es perjudicial-.

(...)

De fato, é ampla a esfera de apreciação judicial para determinar se o conteúdo da informação é relevante. HERNÁNDEZ SAINZ³²³ indica alguns critérios que podem ser norteadores de tal apreciação judicial, para tanto: a informação relevante exclui os rumores próprios do mercado³²⁴; deve ser valorada no momento em que é utilizada pelo agente e não quando se torna pública, de forma a evitar a valoração de fatos alheios à vontade do sujeito; a relevância, a fim de se assegurar maior segurança jurídica, deve considerar apenas critérios objetivos, atendo-se exclusivamente ao conteúdo da informação, assim excluídas eventuais análises financeiras realizadas por expertos no mercado. A autora sugere utilizar, ainda, dois critérios americanos para o enquadramento da informação como relevante, a saber, o *critério do investidor médio ou investidor sensato* – aquele que está familiarizado com o mercado e com os valores de que se trata e que deve ter conhecimentos básicos de ordem profissional -, o qual deve ser complementado pelo *critério da probabilidade e magnitude de fato*, pois se cuida de informação que deveria ocorrer no futuro.

No bojo do Direito Comunitário, o Regulamento 2014/596/UE preconiza que a ESMA deve emitir orientações que estabeleçam uma lista indicativa, não exaustiva, “de informação que deveria normalmente ser divulgada ou que deve ser divulgada por força das disposições jurídicas ou regulamentares da legislação da União ou nacional, das regras do mercado, dos contratos, das práticas ou dos usos existentes nos mercados de derivados relativos a mercadorias ou nos mercados à vista”. Essa lista orientativa, que descreverá critérios a serem observados quanto ao conteúdo da informação que deve ser divulgada com periodicidade, há de repercutir, igualmente, no plano interno das legislações dos EEMM.

Discute-se na doutrina se para a caracterização do crime de uso de informação privilegiada basta o estabelecimento de uma *ordem cronológica* na qual o agente tem acesso à informação relevante e posteriormente negocia títulos no mercado de valores com base nela, para que se configure a conduta típica. Afirma-se que esse aspecto cronológico é importante, mas não é o traço probatório do efe-

³²³ Vid. HERNANDEZ SAINZ, Esther: “La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada”, em *Actualidad Penal*, nº09, Madrid: 1997, pp. 195-196.

³²⁴ No mesmo sentido, ao examinar o conceito de informação privilegiada para o artigo 442 CP: CASTRO MORENO, Abraham e OTERO GONZÁLEZ, Pilar: *El Abuso de Información Privilegiada em la Función Pública*, Colección los Delitos, v. 71. Valencia: 2007, p. 91.

tivo uso da informação, pois a informação privilegiada que tem potencialidade de afetar a cotização de valores é a que impede o *insider* de dar a ordem para a negociação dos valores e não para executar a ordem já determinada quando não era conhecida a informação³²⁵.

É evidente a importância das orientações administrativas, dos estudos de tipologia e da eleição de critérios para auxiliar na definição do conteúdo da informação relevante. Contudo, a vida real é muito mais rica e surpreendente e, por conseguinte, não dispensa, nas palavras de FARIA COSTA e RAMOS³²⁶, “a tarefa explicitadora e integradora desenvolvida pela dogmática penal” nesse mister, via o recurso hermenêutico adequado, em cada caso concreto.

2. SUJEITOS OBRIGADOS POR LEI A INFORMAR

De modo geral, em todas as legislações que vedam a prática do *insider trading* estão sujeitos ao dever de prestar informação os emitentes de valores mobiliários das sociedades abertas, os intermediários financeiros, as entidades gestoras e a agência de mercado de valores mobiliários.

a. EMITENTES DE VALORES MOBILIÁRIOS

As empresas consideradas emitentes são as sociedades com capital aberto, detentoras de valores mobiliários admitidos à negociação, que estão obrigadas por lei a divulgar ao público balanços, balancetes e outros demonstrativos contábeis, os quais devem estar acompanhados de notas explicativas, do relatório da diretoria, do parecer dos auditores independentes e do Conselho Fiscal, em periodicidade estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários³²⁷.

³²⁵ Cfr., amplamente, PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 355.

³²⁶ Cfr. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 43.

³²⁷ Cfr. ADIERS, Leandro Bittencourt: “Valores Mobiliários, Especulação e Consequências Jurídicas”, em *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 9, São Paulo: 2000, p. 73.

b. INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS

Os principais intermediários financeiros são as corretoras e/ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários, as quais prestam um serviço vital aos investidores e são responsáveis por pautar sua atuação no interesse dos clientes que desejam comprar ou vender no mercado mobiliário. Desse modo, devem esclarecer os clientes quanto às características e natureza do investimento a ser realizado³²⁸.

Na Espanha, o Real Decreto 217/2008 estabeleceu um reforço nas medidas dirigidas à proteção dos investidores, mediante a criação de um amplo catálogo de normas ao qual estão sujeitos aqueles que prestam serviços de investimento, ao mesmo tempo em que concretiza o conceito das empresas que prestam assessoramento financeiro³²⁹. O artigo 3 do RD 217/2008 regulamenta a forma que as entidades que prestam serviço de assessoramento financeiro devem utilizar para informar seus clientes: por página *web* ou por correio eletrônico. De acordo com esse RD (artigo 4) são consideradas empresas de serviços de investimento as sociedades de valores, as agências de valores, as sociedades gestoras de carteiras e as empresas de assessoramento financeiro.

Tais medidas, no âmbito espanhol, encontram-se agora contempladas no artigo 209 da LMV recompilada.

c. ENTIDADES GESTORAS

As entidades gestoras de mercados e serviços devem prestar informações ao público sobre quais os valores mobiliários admitidos à negociação, quais as operações realizadas nesse mercado e o preço estipulado para tais transações, além de divulgar suas tabelas de comissões³³⁰.

³²⁸ Vid. NASCIMENTO RODRIGUES, Sofia: *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Coimbra: 2001, p. 45.

³²⁹ Ver MARTÍN PALLÍN, José Antonio: “Uso de información relevante para la cotización em mercado de valores”, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*, Madrid: 1997, p. 160, o qual afirma que as normas de conduta contidas na LMV e no Código de Conduta têm como norte ‘garantir que o interesse do cliente sempre terá absoluta prioridade’.

³³⁰ NASCIMENTO RODRIGUES, Sofia: *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Coimbra: 2001, p. 49.

Modernamente, a fim de dar maior publicidade aos comportamentos esperados no mercado de valores mobiliários, algumas entidades gestoras têm instituído códigos de conduta.

No caso brasileiro, a BM&FBOVESPA, única bolsa de mercadorias e futuros do país, que exerce o papel de fomentar o mercado de capitais, formulou um Código de Conduta³³¹, com início de vigência em 30-09-2015, tendo por base a ética e a transparência, o qual se destina a orientar a conduta de colaboradores, parceiros e fornecedores no seu relacionamento com a empresa. A BM&FBOVESPA editou, ainda, um Manual das Políticas de Divulgação e de Negociação de Valores Mobiliários, pelo qual “tem por objetivo disciplinar o uso e a divulgação de informações no âmbito da Companhia, suas Coligadas e Controladas, contemplando, ainda, os procedimentos relativos à manutenção de sigilo acerca de informações não divulgadas e a política de negociação de Valores Mobiliários da Companhia”³³².

Digno de menção, no âmbito espanhol, o *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*³³³, aprovado em maio de 2006 e atualizado em fevereiro de 2015 pela Comisión Nacional del Mercado de Valores, é dirigido às sociedades cotizadas, entendidas como as que estão autorizadas a atuar no mercado secundário oficial de valores. Ao regulamentar as reuniões e contatos com acionistas e investidores institucionais, o Código menciona que de uma perspectiva de negócios da empresa, recomenda-se que estas conciliem a proibição absoluta de que as sociedades comuniquem de forma ilícita informação privilegiada - sob pena de invalidar o princípio imperativo da igualdade de informação entre acionistas -, com a utilidade e licitude dos debates e conversações de caráter geral sobre a evolução da empresa e dos mercados e entre a direção da empresa e seus acionistas ou investi-

³³¹ Acessado no sítio <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/CodigoDeConduta.pdf>, em 01-11-2015.

³³² Acessado no sítio http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/2331/Manual%20das%20Pol%C3%ADticas%20de%20Divulga%C3%A7%C3%A3o%20e%20de%20Negocia%C3%A7%C3%A3o_2015.02.26.pdf, em 01-11-2015.

³³³ Acessado no sítio http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf, em 01-11-2015.

dores, nos termos do que reconhecido no Regulamento (UE) nº 596/2014, conforme visto anteriormente.

Cabe à Comissão do Mercado de Valores o papel de regulamentar a difusão da informação dos fatos que devem estar acessíveis ao público, em todas as legislações examinadas.

3. VEÍCULOS LEGAIS DE PUBLICAÇÃO DA INFORMAÇÃO

Na esfera do mercado de valores mobiliários há deveres de informação periódicos - que dizem com a prestação de contas - e deveres permanentes – de informar qualquer alteração na situação econômica e patrimonial da empresa emite, nos quais se insere o fato relevante de que trata o tipo penal³³⁴.

Na legislação brasileira, o dever do administrador de prestar informações periódicas e permanentes está previsto nos artigos 157 e 133 da Lei nº 6.404/76³³⁵ e, de acordo com a Instrução Normativa nº 547/2014, as companhias

³³⁴ Ver NASCIMENTO RODRIGUES, Sofia: *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Coimbra: 2001, p. 40.

³³⁵ Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
- e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.(...)

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

abertas podem divulgar comunicados sobre fatos relevantes por meio de portarias difundidas na internet e não apenas em jornais de grande circulação, como já ocorria antes. Tal inovação tem por objetivo facilitar e agilizar a publicidade de atos e fatos relevantes, mantendo atrativo o mercado de capitais.

A informação relevante, para alguns doutrinadores, há de se considerar conhecida tão logo seja efetivamente publicada³³⁶, pois as legislações, como regra, não exigem outros requisitos, embora em sede doutrinária há quem sustente que a informação deve ser considerada “disponível ao público”, mesmo quando não te-

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

Art. 133. Os administradores devem comunicar, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembléia-geral ordinária, por anúncios publicados na forma prevista no artigo 124, que se acham à disposição dos acionistas:

I - o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo;

II - a cópia das demonstrações financeiras;

III - o parecer dos auditores independentes, se houver.

IV - o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver; e (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

V - demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1º Os anúncios indicarão o local ou locais onde os acionistas poderão obter cópias desses documentos.

§ 2º A companhia remeterá cópia desses documentos aos acionistas que o pedirem por escrito, nas condições previstas no § 3º do artigo 124.

§ 3º Os documentos referidos neste artigo, à exceção dos constantes dos incisos IV e V, serão publicados até 5 (cinco) dias, pelo menos, antes da data marcada para a realização da assembléia-geral. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 4º A assembléia-geral que reunir a totalidade dos acionistas poderá considerar sanada a falta de publicação dos anúncios ou a inobservância dos prazos referidos neste artigo; mas é obrigatória a publicação dos documentos antes da realização da assembléia.

§ 5º A publicação dos anúncios é dispensada quando os documentos a que se refere este artigo são publicados até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembléia-geral ordinária.

³³⁶ Nesse sentido: MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Madrid, 2006, p. 63.

nha sido ainda objeto de outras formas de publicidade particulares ou mesmo que não tenha sido conhecida efetivamente pelo investidor³³⁷. De fato, como já se pontuou, é principalmente uma questão de *acessibilidade*, mais que de *publicidade*.

No direito brasileiro, o artigo 157, §4º da Lei nº 6.404/76 impõe o dever de comunicar fato relevante, em caráter permanente, ao estabelecer que os administradores “da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia”.

F. VÍCIOS NOS COMUNICADOS RELEVANTES E A POSIÇÃO DE GARANTE DO SÓCIO CONTROLADOR

Até então, neste capítulo, viu-se a informação quanto ao seu viés positivo, no que é definida por alguns como “um bem jurídico essencial à defesa do mercado e dos interesses dos vários intervenientes”³³⁸. Porém, nesta parte final, deve-se analisar a informação quanto ao seu aspecto nocivo, que caracteriza a utilização de informação privilegiada para negociação de valores no mercado - recordando que essa problemática se situa em zona para a qual confluem as entidades emitentes de títulos, a transmissão desses valores e os mercados nos quais todas essas transações ocorrem³³⁹.

Se o *insider* utiliza informação privilegiada para adquirir ou vender valores ou instrumentos financeiros, omitindo dos demais investidores o conhecimento acerca da informação que detém, diz-se que “participa na formação das cotizações em um regime de *monopólio informativo* contrário às regras do sistema de

³³⁷ Vid. FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, p. 92

³³⁸ Cfr. PAZ FERREIRA, Eduardo: “A informação no mercado de valores mobiliários”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra: 2001, p.152.

³³⁹ Ver FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 18.

livre concorrência”³⁴⁰, ao subtrair dos demais investidores o acesso à informação adequada e que poderia propiciar “a gestão dos riscos inerentes ao investimento no mercado de valores mobiliários”³⁴¹.

A transparência informativa – entendida como “el mecanismo a través del cual el mercado y, en general, los inversores reciben la información relativa a las empresas cotizadas ya a los valores emitidos, para así poder invertir de la forma más adecuadas sus ahorros” - não pode ser albergada em um mesmo conceito, pois há classes distintas de transparência. Assim, pode se dar o fenômeno nos limites internos da empresa, ou externamente a esta – em relação aos investidores e ao mercado – ou relativamente à sua forma permanente, no que tange à informação relevante³⁴². Todas essas classes de transparência são importantes para o mercado de valores, mas é a informação relevante que interessa para fins de tipificação do *insider trading*.

Neste passo, é importante para a compreensão do tema fazer alusão a outro crime de abuso de mercado que se confunde com o uso de informação privilegiada, que é a *manipulação de mercado*. A doutrina já afirmou³⁴³ que são as duas faces da mesma moeda, com a peculiaridade de que enquanto a utilização de informação privilegiada afeta a *eficiência informativa*, a manipulação atinge a *eficiência valorativa* - pois impede que os preços reflitam o “valor intrínseco dos títulos, ao difundir informações falsas, imprecisas ou exageradas”, ou ainda, ao ocultar do mercado informação que possa afetar a cotização. Essa distinção é necessária para bem compreender como essas duas práticas podem surgir no mesmo contexto fático da dinâmica empresarial.

Importa-nos, neste apartado, examinar os *vícios* contidos nos comunicados relevantes que devem ser publicados pela entidade emitente, nas situações

³⁴⁰ Assim, PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 220.

³⁴¹ Vid. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 41.

³⁴² Cfr. ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, Carlos: *Los Delitos Bursátiles*, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Monografía nº 7, Madrid: 2011, pp. 119 e 129.

³⁴³ Vid. GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 50.

em que a informação divulgada é falha, omissa ou incompleta e que podem ensejar a prática do crime de uso de informação privilegiada. Afinal, a informação equivocada ou manipulada conduz, necessariamente, à formação de preços fictícios e logo, a um mercado de valores artificial³⁴⁴, pois a informação “não tornada pública” é a antítese da essência dos mercados de valores modernos.

Já se assentou que a informação que interessa para a caracterização do crime de *insider trading* tanto no Brasil, quanto na Espanha, é aquela relevante a ponto de permitir a seu detentor usufruir de vantagem porque, caso tivesse se tornado conhecida do público, afetaria sobremaneira os preços das ações³⁴⁵. É, pois, de vital importância que o público conheça fatos relacionados com os atos de gestão da empresa emitente, porque qualquer distorção ou inserção de elementos incorretos ou inexatos na informação produzida e divulgada por esta se traduzirá, no mercado, em um preço injusto dos títulos negociados³⁴⁶.

A empresa emitente, como se viu, tem o dever legal de prestar informações de suas atividades, em caráter permanente, quanto a atos e fatos importantes ocorridos periodicamente, que demonstrem a sua real situação econômica, permitindo aos investidores em geral e a seus acionistas que possam avaliar as perspectivas futuras da atividade empresarial, e tudo que possa afetar o preço atual ou futuro de suas ações³⁴⁷. Assim, eventual ato abusivo de manipulação do mercado com a divulgação de comunicados contendo informações inadequadas deve ser atribuído aos gestores ou administradores da empresa emitente, pois são os que se situam naturalmente em posição de garantes. E não há dúvidas do ponto de vista penal que, diante desse panorama, se algum dos gestores ou administradores negociar valores com base em informação privilegiada, responderá pelo crime correspondente.

³⁴⁴ Vid. LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: “El moderno derecho penal para una sociedad de riesgos”, em *Poder Judicial*, Madrid: 1997, p. 315.

³⁴⁵ Nesse sentido: LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: “El Insider Trading”, em *ADPCP*, Madrid: 1993, p. 1044; GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, pp. 365-366.

³⁴⁶ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 104.

³⁴⁷ Cfr. ADIERS, Leandro Bittencourt: “Valores Mobiliários, Especulação e Consequências Jurídicas”, em *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 9, São Paulo: 2000, p. 62.

Em que medida, então, o comunicado viciado pode tangenciar a prática de *insider trading* praticado pelos sócios controladores/acionistas majoritários, que, em tese, não têm responsabilidade pela emissão dos comunicados relevantes da empresa emitente?

O acionista majoritário ou controlador das sociedades anônimas, nos sistemas jurídicos espanhol e brasileiro, pode ser a pessoa que criou a empresa, mas certamente é aquela que possui a maioria dos votos quando há deliberação por assembleia geral e como regra, tem o poder de eleger os administradores da empresa. Assim, torna-se a pessoa física ou jurídica com mais poder de controlar os rumos das atividades empresariais, podendo responder pelos abusos praticados em prejuízo da empresa porque ocupa uma posição de garante³⁴⁸.

Conforme se mencionou no capítulo relativo à evolução do *insider trading* nos EUA, sempre houve uma preocupação da área econômica com a relação que poderia se estabelecer entre os acionistas controladores e os gestores da empresa, ficando evidente, do que se colhe na doutrina estadunidense, que os acionistas majoritários controlam e fiscalizam as atividades dos gestores porque possuem interesse expressivo no aumento do valor de cotização de suas ações. Naturalmente os acionistas majoritários, dada essa íntima relação com as atividades de gestão, possuem superioridade informativa em relação aos demais acionistas minoritários e podem exercer significativo poder de influência sobre a gestão da sociedade³⁴⁹.

CERDÁ MARTÍNEZ-PUJALTE atribui o fenômeno da má governança das sociedades por ações diretamente à falta de dever de lealdade e aos conflitos de interesses dos administradores, acentuado, de um lado, pela falsificação da contabilidade das empresas e dos auditores contratados para tanto, bem como pelo enriquecimento ilícito dos administradores, diretores e grandes acionistas, em prejuízo da massa de pequenos acionistas³⁵⁰. Com efeito, um membro do Conselho de uma Sociedade Anônima comete uma omissão punível, devido a sua posição de garante,

³⁴⁸ No Brasil, a Lei nº 6.404/76, artigo 117, § 1º, elenca de forma exemplificativa tais abusos atribuíveis ao acionista controlador.

³⁴⁹ Vid. CERDÁ MARTÍNEZ-PUJALTE, Carmen Mª: “Deber de lealtad y conflictos de interés de los administradores, con especial referencia a los deberes de las sociedades cotizadas”, em *Estudios de Derecho del Mercado Financiero*, em *Homenaje al Profesor Vicente Cuñat Edo*, Universitat de Valencia, Valencia: 2011, pp. 45-46

³⁵⁰ Cfr. CERDÁ MARTÍNEZ-PUJALTE, ob. cit., p. 45.

quando não impede que se produza ou se execute uma decisão contrária ao dever de lealdade³⁵¹. O dever de salvaguardar a informação, ademais, impõe ao garante que coloque em marcha mecanismos que impeçam o acesso de terceiros à informação relevante³⁵².

Vê-se de processos judiciais ainda em curso no Brasil³⁵³ a existência de situações em que acionistas majoritários/controladores de sociedades de capital aberto – acionistas controladores - exploram a vantagem informativa que detêm sobre aspectos internos da empresa emitente para negociar títulos que possuem dessa mesma empresa, uma vez que os comunicados relevantes divulgados ao mercado são incompletos ou inadequados.

Esse, portanto, é o ponto reprovável da conduta: a superioridade informativa obtida pelo *insider*, acionista majoritário/controlador, em razão da sua posição de íntima relação com a empresa emitente. Como regra, a incriminação do uso de informação privilegiada não impede que os acionistas livremente comprem

³⁵¹ Vid. TIEDEMANN, Klaus: *Manual de Derecho Penal Económico. Parte General y Especial*. Coords. de Tradução Manuel ABANTO VÁSQUEZ e Adán NIETO MARTÍN, Valencia: 2010, p. 137.

³⁵² Cfr. NIETO MARTÍN, Adán: “The times they are a changing’: También para el Insider Trading: Caso Tabacalera”, em *Fraude a Consumidores y Derecho Penal. Fundamentos y talleres de leading cases*. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO e Víctor GÓMEZ MARTÍNS, coord. Vicente VALIENTE IVÁÑEZ, Madrid: 2016, p. 446.

³⁵³ Tramita no Brasil, na 3ª Vara Federal Criminal do Rio de Janeiro, a ação penal n. 0029174-94.2014.4.02.5101 (numeração antiga 2014.51.01.029174-7) - sem sigilo, porque este foi levantado pelo juiz ao receber a denúncia, conforme extrato do processo verificado na página de internet daquela justiça – cuja denúncia pode ser acessada no sítio do Ministério Público Federal do Rio de Janeiro, conforme os links acessados em 12-12-2015: <http://www.prrj.mpf.mp.br/institucional/mpf-na-capital/atuacao/denuncias-criminais>; <http://www.prrj.mpf.mp.br/institucional/mpf-na-capital/atuacao/denuncias-criminais/denuncia-criminal-eike-batista?searchterm=eike+fuhr>. A denúncia narra que um empresário, acionista controlador de uma determinada empresa de capital aberto, nessa condição tem conhecimento de fato relevante que é omitido em comunicado publicado pela empresa. O empresário, conhecendo o fato que não foi publicado ainda e que era prejudicial à empresa, aliena ações da sociedade aberta, obtendo lucro. O último comunicado da empresa mencionava a perspectiva de futuro de explorar três campos de petróleo que teriam entre 521 e 1.339 milhões de volume de óleo *in situ*. Ocorre que uma consultoria contratada pela empresa aludida analisou os campos de petróleo e afirmou que os projetos de exploração resultaram negativos pois o volume de óleo recuperável variava entre 49,4 e 77,8 milhões de barris, o que se constituiu em informação relevante, divulgada tardiamente, depois que o empresário, acionista controlador da entidade emissora, havia alienado as ações que possuía.

ou vendam títulos da empresa emitente, desde que não o façam com base em informação relevante ainda não tornada pública³⁵⁴.

E também já se assentou, por oportuno, que num mercado informativamente eficiente, no qual a informação é incorporada imediatamente à correta fixação dos preços, num dado momento histórico os preços contêm todas as informações relevantes existentes³⁵⁵, pois é comum a todas as legislações examinadas o fato de que a transparência no mercado bursátil somente sofre limites impostos pela necessidade de preservar os segredos da sociedade mercantil e ainda assim, o ônus em provar a existência dessa situação é da empresa emitente. É uma afirmação corrente, ademais, que o dano gerado pelo uso de informação privilegiada no mercado de valores deve ser imputado também, em boa parte, a outros comportamentos associados, como a difusão de notícia falsa ou a manipulação da cotação³⁵⁶.

Na doutrina afirma-se³⁵⁷, com razão, que a desigualdade no acesso à informação relevante é o resultado do descumprimento da obrigação de informar (leia-se, do dever de transparência) por parte da empresa emitente, o qual é sancionado como infração muito grave no direito administrativo espanhol e no direito brasileiro também é punido administrativamente com sanções pecuniárias expressivas. Entretanto, para essa vertente doutrinária, o mero descumprimento, em que

³⁵⁴ Cfr. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, pp. 39 e 104-105.

³⁵⁵ Vid. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 111.

³⁵⁶ Vid. BARTALENA, Andrea: *L'Abuso di Informazioni Privilegiate*, Milano: 1989, p. 14, que faz a seguinte distinção entre os dois institutos: a manipulação do mercado refere-se à eficiência de caráter valorativo-alocativo, uma vez que impede o preço de refletir o valor intrínseco do título, baseada como é na adoção de práticas destinadas a distorcer seu curso; ao contrário, o *insider trading*, diz respeito à eficiência no plano informativo, ou seja, quando o título reflete toda a informação disponível. Nos dois casos, explica, há exploração dos diferentes preços de quotação, mas a semelhança se dá apenas no plano da eficácia, não no procedimento e nem no aspecto substantivo. Ver, também, PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, p. 193, a qual discorda dessa afirmação, pois afirma que a manipulação pressupõe a difusão de uma notícia falsa, enquanto a informação privilegiada baseia-se em notícia verdadeira ainda não divulgada.

³⁵⁷ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *op. cit.*, p. 181.

pese efetivamente lesar a igualdade dos investidores, não constitui, em si, um uso de informação privilegiada, já que é preciso haver exploração econômica da informação para que se entenda presente a efetiva lesão. Estamos de acordo com essa afirmação. Porém, no momento em que o sócio controlador realiza a negociação de títulos que possui da empresa emitente e se detecta que o último comunicado divulgado por esta não contemplava a realidade dos negócios em curso, torna-se palmar a necessidade de maior aprofundamento das investigações para que se estabeleça o liame subjetivo que o levou a comercializar com base em informação privilegiada. Em tal hipótese, pode haver responsabilização do sócio controlador pelos dois ilícitos administrativos: uso de informação privilegiada e manipulação de mercado.

Já se destacou em outra parte desta investigação que a assimetria informativa é ínsita ao mercado e é tolerável em certos limites, nos quais a lei assegura que a publicação da informação seja postergada para um momento seguinte. Contudo, não é essa a hipótese de que se trata.

Conforme já assentou um segmento doutrinário³⁵⁸, os administradores de fato³⁵⁹ ou de direito, ou os sócios majoritários que detêm a possibilidade de con-

³⁵⁸ Vid. MARTÍN PALLÍN, José Antonio: “Uso de información relevante para la cotización em mercado de valores”, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*, Madrid: 1997, p. 166. Ver, também, FOFFANI, Luigi: “La nueva disciplina penale dell’ “Insider Trading” e delle frodi nel mercato Mobiliare”, em *Rivista Trimestrale di Diritto Penale Dell’Economia*, Padova: 1991, pp. 926-927, que entende necessário restringir a responsabilidade penal no *insider trading* aos componentes dos órgãos deliberativos (membros do conselho de administração ou órgão equivalente) ou que disponham em concreto do poder de influir sobre o conteúdo da deliberação (como o acionista controlador). Assim, o autor acrescenta que na tipificação deste delito de uso de informação privilegiada deve-se trabalhar o conceito de “dirigente”, e sobretudo, o de “acionista que, mesmo de fato, exerce o controle da sociedade”.

³⁵⁹ O conceito de administrador de fato para o direito penal tem suscitado polêmicas doutrinárias, com duas vertentes que aqui destacamos, por todos, MIR PUIG, Santiago /GÓMEZ MARTÍN, Víctor: Responsabilidad penal de las personas físicas, em *Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte General y Parte Especial*. Tomo 2, dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO y Víctor Gomez Martín, coord. Celia DIAZ MORGADO, Valencia: 2016, p. 36, para os quais administrador de fato é: “toda la persona que por sí sola o conjuntamente con otras, adopta o impone las decisiones de la gestión de una sociedad, y concretamente las expresadas en los tipos penales. Esto es, ‘quien de hecho manda o gobierna desde la sombra’ (STS 816/06, 26-7 Fj2), em cujo conceito se incluiria o sócio majoritário que impõe suas decisões aos administradores de direito. De outra parte, vid., por todos, o pensamento de RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo: *Estudios de Derecho Penal Económico*, Navarra: 2009, p. 63, para o qual administrador de fato é somente aquele que

trolar a sociedade, seriam os iniciados com maior probabilidade de infração quanto ao uso da informação privilegiada das entidades emitentes, pois vivenciam cotidianamente o âmago da gestão empresarial – e por isso, são denominados iniciados “de direito”³⁶⁰, *lato sensu*. Para compreender melhor o poder de atuação de tais iniciados, é preciso sempre analisar a relação material fática existente entre esses e o bem jurídico protegido, adotando-se, ao fim e ao cabo, a teoria do *domínio social*, pela qual a atuação do administrador de fato é materialmente idêntica a do administrador de direito³⁶¹.

Sob o aspecto penal, o Tribunal Supremo da Alemanha, segundo TIEDEMANN³⁶², exige um ato de nomeação fático ou implícito para que se considere autor punível o sócio majoritário que usurpa unilateralmente a gerência da empresa, tornando-se necessária a prova de que há uma atuação predominante com relação às decisões empresariais básicas, não apenas no que diz com a contabilidade. Esse entendimento deflui da Lei das Sociedades Anônimas da Alemanha que reco-

tem, em concreto, as mesmas funções de governo e representação que a Lei e os estatutos atribuem aos administradores de direito. Comungamos com o primeiro entendimento, adotando a compreensão de BAJO FERNÁNDEZ, Miguel y BACIGALUPO SAGGESE, Silvina: *Derecho Penal Económico*. Madrid: 2010, p. 122, que entendem por administrador de fato “quién accede al ejercicio del dominio sobre la estructura social en la que se protege el bien jurídico, con ele reconocimiento, por lo menos tácito, de la entidad”.

³⁶⁰ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 302. Ver, também, CERDÁ MARTÍNEZ-PUJALTE, Carmen M^a: “Deber de lealtad y conflictos de interés de los administradores, con especial referencia a los deberes de las sociedades cotizadas”, em *Estudios de Derecho del Mercado Financiero*, em *Homenaje al Profesor Vicente Cuñat Edo*, Universitat de Valencia, Valencia: 2011, pp. 53-54, a qual destaca a grave deficiência jurídica que a legislação espanhola possui, por não ter o legislador estendido a outras pessoas, na Ley de Transparencia, o regime de responsabilidade dos administradores sociais, além dos administradores de fato, especialmente no que se refere aos administradores ocultos e aos acionistas de controle.

³⁶¹ Cfr. FARALDO CABANA, Patricia: *Los Delitos Societarios*, Valencia: 2015, pp. 55-61, a qual restringe bastante o conceito de administrador de fato ao exigir que a atuação deve se realizar com o consentimento da sociedade, em interpretação que deixa sem punição aqueles que se utilizam de interposta pessoa legítimamente nomeada – denominado *testa-de-ferro* – para administrar a sociedade, se esta desconhece o arranjo. Todavia, a autora entende que se essa forma de proceder se dá com conhecimento da sociedade, o administrador de direito é o testa-de-ferro e o administrador de fato é o que realiza a conduta típica, respondendo aquele como cúmplice ou cooperador necessário.

³⁶² Vid. TIEDEMANN, Klaus: *Manual de Derecho Penal Económico. Parte General y Especial*. Coords. de Tradução Manuel ABANTO VÁSQUEZ e Adán NIETO MARTÍN, Valencia: 2010, pp. 116-117.

nhece a atuação de um órgão fático apenas nos casos de nomeação defeituosa ou em evidente caso de abuso.

No que tange ao objeto deste trabalho, em quase todos os países estudados, vê-se que a política legislativa de repressão ao uso de informação privilegiada no mercado de valores destina-se principalmente àqueles que são considerados como fontes habituais de informação privilegiada: as pessoas que atuam de forma profissional nas empresas emittentes, nas instituições financeiras e no mercado mobiliário³⁶³. Enfim, entre a informação e o sujeito deve haver um vínculo de trabalho, profissão, cargo ou função, logo, o círculo de pessoas às quais se dirige a proibição de negociar com base em informação privilegiada se limita àqueles que têm efetiva condição de impedir a utilização da informação relevante no mercado de valores³⁶⁴.

A esse respeito, cumpre transcrever trecho do julgado da Sentença nº 468/2013, da Audiencia Provincial de Madrid, de 27-05-2013, que condenou um membro do Conselho de Administração e acionista da empresa Cartera Hotelera pelo crime de uso de informação privilegiada:

(...)

Respecto al cuestionado elemento subjetivo del delito, es evidente que resulta irrelevante que desde la posición del acusado, Consejero de Cartera Hotelera y muy vinculado al mundo de los negocios y de la inversión, se invoque que ignoraba la situación en bolsa de sus propias acciones, que desconocía el funcionamiento del mundo bursátil, y en definitiva, que vendió casualmente y sin ánimo de beneficiarse de lo que tanto él como el resto de Consejeros habían decidió en un Consejo de Administración, aunque paradójicamente y a la vez que muestra ese desconocimiento, trata de hacer ver que actuó diligentemente para informarse de si había alguna negociación en curso para la venta de las acciones, preguntando a otros miembros del Consejo, curiosamente alguno de los que se ha acreditado su implicación en una operación que, aunque con beneficio inferior, es la misma que se viene imputando al acusado en este procedimiento, lo que hace poner muy en duda su testimonio.

³⁶³ Cfr. FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, p. 88.

³⁶⁴ Ver GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, pp. 150-151.

Si el acusado no conocía las normas de transparencia que deben presidir el mercado de valores, tenía en todo caso, precisamente por la posición que ocupaba, recursos suficientes para haber obtenido toda la información necesaria al respecto, y si no lo hizo fue precisamente porque todas las circunstancias que se han expuesto permiten considerar que busco intencionadamente el resultado que sin duda obtuvo con la venta de sus acciones en un momento crítico y anterior a que se produjera la bajada de su cotización en bolsa. Como señala el Ministerio Fiscal en su acertado y pormenorizado informe de impugnación al recurso, el acusado era lo que se denomina un "insider" o iniciado en su condición de Consejero de Cartera Hotelera, y aunque por ello debía de figurar en la lista de "iniciados" de Cartera Hotelera no lo estaba porque, aunque era legalmente preceptivo, la lista no existía y ello motivó el que también se abriera el correspondiente expediente en la CNMV. Tampoco el acusado comunicó, ni antes ni después de diciembre de 2006, la venta de sus acciones pese a que debía de hacerlo por su condición de Consejero y ha venido negando hasta la evidencia de la prueba documental remitida desde fuera de España, su relación con Sea Management. (sem destaque no original)

(...)

Assim, entende-se que o investidor protegido, primordialmente, de forma reflexa, pela vedação do *insider trading*, é o acionista minoritário, ou seja, aquela pessoa que não supera uma determinada percentagem da empresa emitente³⁶⁵. Diferente do investidor – conceito no qual se insere a figura do sócio minoritário – é a situação do acionista majoritário, que tem acesso e controle sobre a informação relevante. Embora a lei não imponha ao acionista controlador o dever de divulgar fato relevante³⁶⁶, poderá este responder administrativamente se induzir o gestor da empresa a praticar alguma ilegalidade³⁶⁷.

Assim, embora a lei imponha à empresa emitente o dever de fazer os comunicados relevantes, por meio de sua Unidade de Cumprimento Normativo ou pelo Diretor de Relacionamentos - respectivamente, na legislação espanhola e na brasileira -, na ausência de cumprimento desse dever pelo órgão respectivo, ou diante de uma comunicação defeituosa, ou viciada, é dever de qualquer dos sócios comunicar o fato relevante à Agência do Mercado de Valores, porque se situam

³⁶⁵ Cfr. ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, Carlos: *Los Delitos Bursátiles*, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Monografía nº 7, Madrid: 2011, p. 124.

³⁶⁶ No Brasil, LSA, artigo 157, §4º.

³⁶⁷ Nos termos do artigo 117, §1º da LSA, no Brasil. Entretanto, a Instrução CVM nº 358 impõe ao acionista controlador o dever de divulgar fato relevante caso a informação escape ao controle ou se ocorrer uma oscilação atípica.

esses em posição de garantes da informação privilegiada e portanto, para uma parte da doutrina, são considerados *iniciados primários*³⁶⁸, sujeitos idôneos para perfectibilizar a conduta prevista no art. 285 do CP Espanhol³⁶⁹ e, tal como entendemos, no artigo 27-D da Lei brasileira nº 6.368/76.

O desempenho das atividades societárias caracteriza o pleno cumprimento das atividades sociais típicas e confere aos sócios e administradores o dever de salvaguarda da informação relevante, porquanto são garantes do bem jurídico identificado com a *integridade dos mercados de valores*. A quebra do dever inerente a essa posição de garante – dever que se encontra nas normas de conduta estabelecidas na LMV, nos regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários e nos Códigos de Conduta existentes no plano interno da cada país, já aludidos anteriormente - é a base fática que configura a hipótese em que a negociação com base nessa informação é vedada, sob pena de caracterizar o uso de informação privilegiada³⁷⁰. Embora não conste expressamente das legislações examinadas, a consistência da participação social apresenta relevo na prática do crime de *insider trading*³⁷¹, primordialmente quando fica evidente a prática de abuso.

É natural que os acionistas majoritários/controladores e os administradores sempre possuam uma vantagem informativa sobre os rumos da sociedade, em relação ao que desta é conhecido pelo mercado. A retenção de dados relevantes, entretanto, afeta a eficiência informativa do mercado de valores, prejudicando seu funcionamento³⁷². Os comunicados relevantes, portanto, cumprem um papel de destaque sob a ótica da prevenção de práticas não equitativas e, quando viciados por inconsistências materiais, caso a informação relevante que foi ocultada ou distorcida em tais documentos venha a ser utilizada para causar benefícios ao *insider*

³⁶⁸ Vid. GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 387.

³⁶⁹ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 312-313.

³⁷⁰ Ver TIEDEMANN, Klaus: *Manual de Derecho Penal Económico. Parte General y Especial*. Coords. de Tradução Manuel ABANTO VÁSQUEZ e Adán NIETO MARTÍN, Valencia: 2010, pp. 116-117.

³⁷¹ Assim: FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, pp. 78-79.

³⁷² Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *ob. cit.* p. 192.

ou prejuízos a terceiros ou à própria empresa no mercado de valores, tem-se a caracterização de dois ilícitos: a manipulação de mercado e o uso de informação privilegiada.

Verdade que no curso de um processo penal deverá ser realizada a prova de que a real situação da empresa já era conhecida pelo acionista majoritário quando negociou os títulos que possuía da empresa emitente, fazendo uso, assim, de uma informação privilegiada, uma vez que o comunicado divulgado pela empresa continha vícios. Essa não deve ser uma prova difícil de se realizar, pois o acionista que controla o capital acionário tem muito interesse em acompanhar os rumos futuros da empresa e conhece como poucos a sua real situação financeira, participando ativamente das assembleias e recebendo boletins informativos.

Assim, é preciso ficar claro que, em tese, embora o sócio controlador não seja o responsável primeiro pelo conteúdo divulgado no comunicado relevante - o qual será firmado pelos responsáveis administradores da empresa emitente ou, no caso brasileiro, pelo Diretor de Relações da sociedade -, possui responsabilidade quanto ao seu conteúdo defeituoso ou inadequado, inclusive quanto ao dever de informar o fato relevante à Comissão de Valores Mobiliários, no silêncio dos gestores, uma vez comprovada sua ciência sobre a real situação da empresa, o que o coloca em legítima posição de garante. Embora pouco se tenha escrito em sede doutrinária a respeito da configuração da responsabilidade dos sócios controladores, é por ocupar essa posição de garante que, entendemos, integra o rol dos sujeitos ativos do crime de uso de informação privilegiada na hipótese tratada.

IV. CONCLUSÃO PROVISÓRIA

O direito de obter informação é um ideal buscado pelo homem no contexto de um Estado democrático de Direito. Na conjuntura do mercado de valores a informação adquire importância fundamental para assegurar a tutela do bem jurídico, entendido como a proteção da integridade daquele sistema, conforme já se expôs em outro momento.

O conceito de informação precisa, integrante das normas comunitárias, não foi incorporado, ainda, ao ordenamento espanhol. O que deve ser entendido como conteúdo da informação relevante constitui-se em difícil tarefa a ser realizada diante do caso concreto. As normas administrativas oriundas do mercado de valores, tanto na Espanha quanto no Brasil, fornecem listas de tipologias, a título exemplificativo e orientativo, com o intuito de auxiliar o intérprete nesse labor, uma vez que as legislações penais carecem de objetividade a respeito.

A informação relevante tem natureza de um bem público, porque pode ser utilizada, de forma gratuita, por todos os intervenientes no mercado de valores. A preocupação com a precisão da informação que circula no mercado mobiliário vem expressa no Regulamento 2014/596/UE, quando o documento afirma que almeja a obtenção de segurança jurídica a todos os investidores, mediante a qualidade da informação circulante.

O mau uso da informação relevante ou, dizendo de outro modo, o uso sem sua correspondente revelação ao mercado atempadamente, constitui um dos principais elementos caracterizadores do crime de uso de informação privilegiada, pois, a norma que proíbe o *insider trading* protege primordialmente o mercado de valores e, por via reflexa, o direito de o investidor realizar uma negociação de títulos ou valores mediante o acesso a todas as informações necessárias para sua tomada de decisão. Nesse particular, destaca-se a responsabilidade que detém o sócio majoritário/controlador quanto à fidedignidade dos dados constantes dos comunicados relevantes da empresa emitente, pois também recai sobre si a responsabilidade por levar a notícia quanto a eventuais inconsistências do documento que contém a informação relevante à agência encarregada da fiscalização dos mercados de valores. Possui, assim, inequívoca posição de garante quanto à veracidade da in-

formação publicada no comunicado relevante e, na hipótese de se locupletar com tal informação, poderá responder pelos crimes de uso de informação privilegiada e de manipulação de mercado.

Terceira Parte

BEM JURÍDICO PROTEGIDO E ELEMENTOS DA INFRAÇÃO PENAL

CAPÍTULO QUINTO

BEM JURÍDICO PROTEGIDO NO CRIME DE USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

INTRODUÇÃO

O tema do bem jurídico está incluído entre aqueles que ocupam sempre um grande espaço no estudo da criminalidade moderna³⁷³, seja porque sua tutela, na visão de alguns, definirá os *limites* de legitimidade de atuação do Direito Penal, ou ainda porque, ao mesmo tempo, definirá em uma sociedade aberta, segundo outros³⁷⁴, o *fundamento* que contém o Direito Penal. Essa discussão veio à luz em princípios do século XIX, como consequência do pensamento iluminista, permitindo um profundo questionamento da dogmática penal quanto ao que deveria mudar ou permanecer punível diante das transformações ético-sociais ocorridas³⁷⁵.

O problema central a ser enfrentado nesse debate diz, em verdade, com as *qualidades materiais* que deve reunir uma conduta para ser considerada punível criminalmente, tanto pelo legislador, quanto pela ciência jurídico-penal³⁷⁶.

³⁷³ Vid. referente à perspectiva histórica do bem jurídico penal em geral, e em relação ao bem jurídico penal-econômico, PEÑA CABRERA, Raul: *El bien jurídico en los delitos económicos* (con referencia al Código Penal Peruano), em *RBCCrim*, São Paulo: 1995, pp. 36 a 45.

³⁷⁴ Cfr. COSTA ANDRADE, Manuel da.: “A nova lei dos crimes contra a economia (Dec.-Lei nº 28/84, de 20 de janeiro)”, em *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Volume I – Problemas Gerais*, Coimbra: 1998, pp. 389 e 394, segundo o qual este é o conceito que o bem jurídico deve ter em uma *dimensão crítica*. Ver, também, FEIJOO SÁNCHEZ, *El Injusto Penal y su Prevención ante el Nuevo Código Penal de 1995*, Madrid: 1997, pp. 85-86, o qual ressalta que o bem jurídico possui duas funções, uma dogmático-hermenêutica e de ordenação da parte especial, que ajuda a delimitar o conteúdo dos preceitos existentes nessa parte do código numa interpretação teleológica, de tal sorte que a referência ao bem jurídico tutelado torna-se uma espécie de slogan programático. A outra função, afirma, é político-criminal, pois reside na visão crítica que se deve ter quanto aos bens que necessitam de proteção penal.

³⁷⁵ Cfr. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 33.

³⁷⁶ Vid. ROXIN, Claus: ¿Es la Protección de Bienes Jurídicos una Finalidad del Derecho Penal?, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, p. 443.

O tema se coloca no bojo de uma ampliação generalizada da intervenção legiferante estatal nos países da *civil law* de cunho democrático, a pretexto de abarcar todas as situações trazidas pelos tempos modernos em novas figuras delitivas, em nome da proteção dos cidadãos. De outra parte, a dogmática penal reafirma a crença no direito penal mínimo, ou na intervenção mínima do Direito Penal.

Assim, neste capítulo, o que se pretende é inicialmente situar a problemática do bem jurídico tutelado nos crimes econômicos, principiando pelo exame da Teoria Constitucional do Bem Jurídico, amplamente adotada pelos países continentais para, na sequência, examinar a ordem econômica como bem jurídico a ser protegido criminalmente.

Essa incursão faz-se necessária porque o tema central da investigação, o *insider trading*, é categoria do gênero ordem econômica³⁷⁷ e, como tal, trabalha com conceitos como *bens coletivos*, *interesses difusos*, *crimes de perigo abstrato*, todas expressões da moderna delinquência que tanto gerou controvérsias doutrinárias e jurisprudenciais a partir do início dos anos 80. Décadas transcorridas, ver-se-á que o debate gerado em torno da criminalidade econômica frutificou as bases hoje empregadas para o estudo do *insider trading*.

A seguir, este capítulo pretende abordar a tutela dada ao bem jurídico no crime de uso de informação privilegiada, iniciando com uma apreciação dos princípios utilizados no Direito Anglo-saxão como critérios de valoração de normas penais, passando pelo exame sobre a importância do mercado financeiro – que cumpre relevante função socioeconômica – para depois, verificar as teorias construídas pela doutrina sobre o tema.

É necessário recordar que no bojo da discussão sobre a utilidade social das condutas econômicas se insere outra, quanto à formação do sistema econômico inspirado em princípios éticos, ambas imbricadas com a visão do mercado mobiliário como um espaço de transparência, eficiência e de igualdade entre todos os intervenientes³⁷⁸. Essa percepção – oriunda do Direito norte-americano – relativamen-

³⁷⁷ Vid. BAJO FERNÁNDEZ/PÉREZ MANZANO/SUÁREZ GONZÁLEZ: *Manual de Derecho Penal. Parte Especial. Delitos patrimoniales y económicos*, Madrid: 1993, p. 563.

³⁷⁸ Cfr. SEMINARA, Sergio: “Aspectos Problemáticos en Materia de *Insider Trading*”, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*, Jornadas en Honor del Profesor Klaus Tiedemann. Tradução de Carlos J. Suárez, Boletín Oficial del Estado, Madrid: 1995, p. 527.

te à construção de um mercado de valores pautado por *standards* morais de conduta, embora não seja, evidentemente, a razão de ser para a criação de um tipo penal como o *insider trading*, sem dúvida, constituiu-se com o passar dos anos em uma preocupação da maioria dos países, calcada na necessidade de transparência das relações econômicas. Afinal, já se afirmou que quem opera no mercado de valores possui acesso a uma ampla rede de informações que acaba dispensando o operador de averiguar a reputação dos demais intervenientes ou das entidades emitentes dos títulos³⁷⁹.

A ideia, neste módulo, portanto, é tentar entender como a dogmática visualizou o interesse do legislador em criminalizar a conduta de uso de informação privilegiada, iniciando pela avaliação do que representa o mercado de valores para a economia de um país, para, na sequência, firmar posição quanto à necessidade de normatização penal do uso de informação privilegiada.

Antes de adentrar no exame das teorias existentes quanto ao bem jurídico protegido, far-se-á necessário enquadrar a utilização abusiva de informação como delito patrimonial ou como delito econômico, pois a depender do enfoque que se dê ao tema, ter-se-á um bem jurídico de natureza privada, ou um bem jurídico difuso. Uma vez analisadas as teorias mais difundidas em sede doutrinária, lançaremos uma conclusão provisória com nosso posicionamento acerca do tema.

³⁷⁹ Cfr. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 10.

I. BEM JURÍDICO PROTEGIDO NOS CRIMES CONTRA A ORDEM ECONÔMICA

A. CONSIDERAÇÕES GERAIS

Ao entender-se que o Direito penal tem por função proteger a sociedade, deve-se identificar os interesses sociais relevantes que merecem sua tutela, os quais são conhecidos como *bens jurídicos*. Para tanto, é preciso identificar “em cada situação histórica e social de um grupo humano os pressupostos imprescindíveis para uma existência em comum”³⁸⁰, que se concretizam em diversas condições valiosas para o indivíduo e a sociedade, tais como vida, propriedade ou integridade física.

É praticamente consenso na doutrina, portanto, que os interesses que devem gozar de tutela penal e devem ser reconhecidos pela sociedade – ou pelos dirigentes da coletividade estatal - para efeitos de uma identidade com a valoração ética, são identificados como bens jurídicos, cabendo ao Direito Penal a missão de protegê-los, impedindo sua lesão ou colocação em perigo³⁸¹.

³⁸⁰ Vid. ROXIN, Claus: *Problemas Fundamentais de Direito Penal*, Tradução de Ana Paula dos Santos Luís Natscheradetz/Maria Fernanda Palma/Ana Isabel de Figueiredo, Coleção Vega Universidade, Lisboa: 1998, p. 27.

³⁸¹ Assim: CERVINI, Raúl: “Relación entre la Ética y el Derecho em la Actual Dinámica Legitimadora de la Norma Penal”, em *RBCCrim*, São Paulo: 1996, p. 124; MUÑOZ CONDE: “Princípios Político Criminales que inspiran el tratamiento de los Delitos contra el Orden Socioeconómico en el Proyecto del Código Penal Español de 1994”, em *RBCCrim*, São Paulo: 1995, pp. 96-97; PEÑARANDA RAMOS, Enrique/ SUÁREZ GONZÁLEZ, Carlos/ CANCIO MELIÁ, Manuel: *Un Nuevo Sistema del Derecho Penal. Consideraciones sobre la teoría de la imputación de Günther Jakobs*, Lima: 1998, p. 49, os quais afirmam que não traria nenhuma vantagem abandonar a doutrina do bem jurídico e apelar diretamente à danosidade social da conduta, pois a adoção desta última teoria traria o grave inconveniente de “relativizar a proteção de bens jurídicos altamente pessoais por considerações de utilidade social”. Vid. FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo: “¿Transformación del Derecho Penal por la protección de la estabilidad financiera internacional como bien jurídico global?” em *La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, AFDUAM, nº 12, Madrid: 2012, p. 110 e ss., quanto à visão crítica em relação à teoria do bem jurídico penal como discurso de legitimação do Direito Penal.

Como consequência lógica desse postulado, o legislador penal não pode castigar condutas exclusivamente tidas por imorais, pois em tais supostos inexiste lesão a bem jurídico³⁸².

Com efeito, se é certo para expressivo segmento doutrinário que a *proteção de bens jurídicos* configura-se como um princípio negativo de limitação do Direito Penal – uma vez que não possuiria o conteúdo de exigir a criminalização de determinada conduta que lesione um bem jurídico, mas sim de valorar a proporcionalidade da intervenção penal – também é correto afirmar que existe uma grande discricionariedade legislativa em Direito Penal e nesse mister, os princípios de lesividade social, proporcionalidade, subsidiariedade e tolerância servem como guias a serem observados na confecção de leis penais³⁸³⁻³⁸⁴.

³⁸² Ver ROXIN, Claus: *Problemas Fundamentales de Derecho Penal*. Tradução Ana Paula dos Santos Luís Natscheradetz/Maria Fernanda Palma/Ana Isabel de Figueiredo, Lisboa: 1998, pp. 29-30.

³⁸³ Cfr. HASSEMER, Winfried: “¿Puede Haber Delitos que no Afecten a um Bien Jurídico Penal?”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl, Madrid: 2007, pp. 98-100. Também favorável à tese do bem jurídico ser concebido mais como limitador do que como legitimador da ação estatal, ver CUESTA CASTOR, Pablo: *Delitos obstáculo – Tensión entre Política Criminal y Teoría del Bien Jurídico*, Estudios de Derecho Penal, Dir. Carlos Maria Romeo Casabona, Granada: 2002, pp. 14 e 112; TAVARES, Juarez: Globalización, Derecho Penal y Seguridad Pública, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Atelier Libros Jurídicos, Barcelona: 2005, p. 317. Ver, ainda, a posição intermédia de SCHÜNEMANN, Bernd: “El Principio de Protección de Bienes Jurídicos como Punto de Fuga de los Límites Constitucionales de los Tipos Penales y de su Interpretación”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, p. 199, o qual assevera que a determinação do bem jurídico não se formula como uma simples etiqueta ao final do processo interpretativo, mas tem o mister de dirigir a modelização da matéria proibida e por isso, em sua visão, no labor interpretativo, o bem jurídico tem função tanto imanente quanto crítica da legislação. Nesse mesmo sentido: ROXIN, Claus: ¿Es la Protección de Bienes Jurídicos una Finalidad del Derecho Penal?, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Marcial Pons, Madrid: 2007, p. 448, que vê na teoria de proteção de bem jurídico uma função limitadora da punição legítima e, ao mesmo tempo, crítica da legislação; FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo: ¿Transformación del Derecho Penal por la protección de la estabilidad financiera internacional como bien jurídico global? em *La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, AFDUAM, nº 12, Madrid: 2012, p. 117, destaca que, com relação aos bens jurídicos coletivos, somente se legitima a intervenção do Direito Penal quando há lesões *socialmente intoleráveis*; HEFENDEHL, Roland: De Largo Aliento: El Concepto de Bien Jurídico, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Marcial Pons, Madrid: 2007, p. 463. Ver, também, AMELUNG, Knut: “El Concepto “Bien

Ainda que não se possa explicar por mera referência ao bem jurídico qual o critério que determina a proteção penal de alguns bens, nem os limites em que são toleráveis os riscos que os afetam, é certo que a importância do bem jurídico será um fator a considerar sempre³⁸⁵.

Há distintas concepções de bem jurídico que não convém aqui examinar de forma detalhada, cabendo para fins deste estudo afirmar a adoção da corrente que entende o instituto em sua função limitadora da criação de tipos penais.

B. TEORIA CONSTITUCIONALISTA DE BEM JURÍDICO

Os estudos mais modernos do tema do bem jurídico revelam a necessidade de se estabelecer uma conexão entre a tradição teórico penal e a jurídico-constitucional, porque ao cabo, é a Constituição que estabelece os limites da intervenção estatal punitiva³⁸⁶. De modo geral, as teorias jurídico-constitucionais do

Jurídico” en la Teoría de la Protección Penal de Bienes Jurídicos”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, p. 263, o qual concorda com a afirmação de que a teoria de proteção de bens jurídicos nega legitimação às normas inúteis, mas entende que, por outro lado, é tão flexível que toma em consideração a faculdade do legislador de decidir o que há de ser considerado útil e digno de proteção; SILVA, Paulo Cezar da: *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional – Aspectos Penais e Processuais da Lei nº 7.492/86*, São Paulo: 2006, p. 43, em relação ao sistema jurídico brasileiro, afirma que ao erigir o Sistema Financeiro Nacional à categoria constitucional, o legislador constituinte impôs ao legislador infraconstitucional a obrigação de regulamentação e proteção de todos os objetivos elencados no artigo 170 da Constituição Federal Brasileira.

³⁸⁴ Ver HEFENDEHL, Roland: “De Largo Aliento: El Concepto de Bien Jurídico”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, p. 466, que explica tratar-se de *Mediating Principles*, ou *princípios limitadores da punição*, dentre os quais estão, além dos já mencionados, a autoproteção e a difusão da responsabilidade. Destaca que para o estudo do princípio de proteção ao bem jurídico interessam os princípios da *proporcionalidade* e da *subsidiariedade* relacionada com aquela.

³⁸⁵ Vid. PEÑARANDA RAMOS, Enrique/ SUÁREZ GONZÁLEZ, Carlos/ CANCIO MELIÁ, Manuel: *Un Nuevo Sistema del Derecho Penal. Consideraciones sobre la teoría de la imputación de Günther Jakobs*, Lima: 1998, p. 46.

³⁸⁶ Cfr. HASSEMER, Winfried: “¿Puede Haber Delitos que no Afecten a um Bien Jurídico Penal?”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, pp. 96-97. No mesmo sentido: HEFENDEHL, Roland: “De Largo Aliento: El Concepto de Bien Jurídico”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de*

bem jurídico estabelecem critérios necessários que se impõem ao legislador ordinário, cumprindo função limitadora na criação de tipos penais, legitimando-se no substrato de que o sentido da norma constitucional – fruto de uma Constituição democrática – é de compilar os valores e fundamentos de uma determinada sociedade, em um dado momento histórico³⁸⁷. Há um consenso doutrinário, pode-se afirmar, no sentido de que jamais deveria existir contraste entre o sistema constitucional de valores e o sistema penal³⁸⁸.

Já se advertiu que é importante ter a Constituição como norte para a geração de novos tipos penais, mas, por outro lado, afirma-se que é preciso cautela no uso dessa metodologia, uma vez que, em razão da diversidade de funções entre a Constituição – que se destina a *garantir as regras do jogo político e a delinear modelos organizadores* – e o Direito Penal – que visa a prevenir ações consideradas danosas para a sociedade que é destinatária da Constituição –, em muitas situações haverá falta de coincidência entre os valores de uma e o catálogo de objetos de outro³⁸⁹, na maioria das vezes, focado na probabilidade de dano social³⁹⁰ que

abalorios dogmático?, Roland Hefendehl (ed.), Marcial Pons, Madrid: 2007, pp. 467-468, também entende que o bem jurídico deve ser analisado em conformidade com a Constituição; GONZÁLEZ RUS, Juan José: *Bien Jurídico y Constitución* (Base para una teoría), Madrid: 1983, p. 9; CUESTA CASTOR, Pablo: *Delitos obstáculo – Tensión entre Política Criminal y Teoría del Bien Jurídico*, Estudios de Derecho Penal Dir. Carlos Maria Romeo Casabona, vl. 42, Granada: 2002, p. 16. Ver, também, SCHÜNEMANN, Bernd: “O direito penal é a *ultima ratio* da proteção de bens jurídicos! – Sobre os limites invioláveis do direito penal em um Estado De Direito liberal”, em *RBCCrim*, v. 53, Tradução Luis Greco, São Paulo: 2005, p. 14, para quem pouco importa se um tal Estado consagrou na Constituição, de modo expresso ou não, a teoria da legitimação do direito penal, porque entende que esta se fundamenta nas “condições suprapositivas de qualquer poder estatal legítimo”.

³⁸⁷ Cfr. GONZÁLEZ RUS, Juan José: *Bien Jurídico y Constitución* (Base para una teoría), , Madrid: 1983, pp. 24, 33 e 36; CUESTA CASTOR, Pablo: *Delitos obstáculo – Tensión entre Política Criminal y Teoría del Bien Jurídico*, Estudios de Derecho Penal Dir. Carlos Maria Romeo Casabona, Granada: 2002, p. 17; FIANDACA, Giovanni: “O “Bem Jurídico” como Problema Teórico e como Critério de Política Criminal”, em *Revista dos Tribunais*, São Paulo 2000, p. 416.

³⁸⁸ Vid. FIANDACA, Giovanni: “O “Bem Jurídico” como Problema Teórico e como Critério de Política Criminal”, em *Revista dos Tribunais*, vol. 776, São Paulo 2000, p. 410.

³⁸⁹ Ver FIANDACA, Giovanni: ob. cit., p. 416. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 213, destaca que a Constituição deve ser vista como um padrão estrutural e axiológico ao qual a seleção de bens jurídicos deve se ajustar, e não como um “catálogo” de bens jurídicos hierarquicamente ordenados.

uma conduta determinada pode ter. O objetivo a ser perseguido, por conseguinte, a fim de se evitar cair no utilitarismo, é delimitar a realidade social dinâmica com referenciais materiais³⁹¹ a serem determinados por uma *ponderação* entre os valores constitucionais e a política criminal reinante.

De uma forma resumida, pode-se afirmar que para os defensores desta teoria são bens jurídicos dignos de atenção por parte do legislador penal aqueles que estão explícita e implicitamente contidos na Constituição, bem assim, aqueles bens que são relacionados a valores consagrados na Carta Magna de cada país³⁹².

Esta vinculação do princípio de proteção aos bens jurídicos com a Constituição é explicável na Alemanha porque sua Lei Fundamental – que acolheu a ideia de um Estado Social e Democrático de Direito³⁹³ –, nos artigos 1 a 19 proclama os direitos fundamentais e, no artigo 20, define o modelo de Estado como Estado Federal Social e Democrático, proclama a soberania popular e estabelece a vinculação do legislador à Constituição, assim como dos poderes executivo e judicial à lei e ao Direito, reconhecendo o direito de resistência dos cidadãos frente aos seus agressores³⁹⁴.

³⁹⁰ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 287, “quanto maior o dano social provocado por uma conduta, maior será a demanda social de eficácia na sua repressão”.

³⁹¹ Vid. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 313.

³⁹² Assim: CUESTA CASTOR, Pablo: *Delitos obstáculo – Tensión entre Política Criminal y Teoría del Bien Jurídico*, Estudios de Derecho Penal Dir. Carlos Maria Romeo Casabona, Granada: 2002, p. 11; FIANDACA, Giovanni: “O “Bem Jurídico” como Problema Teórico e como Critério de Política Criminal”, em *Revista dos Tribunais*, vol. 776, São Paulo 2000, p. 423; FARIA COSTA, José de: Apontamentos para umas reflexões mínimas e tempestivas sobre o Direito Penal de Hoje, em *RBCCrim*, São Paulo: 2009, p. 41; PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 214.

³⁹³ Ver MIR PUIG, Santiago: *Direito Penal – Fundamentos e Teoria do Direito*, Tradução Cláudia Viana Garcia e José Carlos Nobre Porciúncula Neto, São Paulo: 2007, p. 80, esclarece que essa fórmula, acolhida na Constituição alemã do pós-guerra, foi o ponto de partida para a Constituição Espanhola de 1978, como tal albergado no seu artigo 1.1.

³⁹⁴ Vid. Nota das tradutoras ao artigo de SCHÜNEMANN, Bernd: “El Principio de Protección de Bienes Jurídicos como Punto de Fuga de los Límites Constitucionales de los Tipos Penales y de su Interpretación”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, p. 208.

Afirma a melhor doutrina que a função do Direito Penal é proteger os bens jurídicos considerados como de *interesse socialmente relevante*, cuja defesa é condição indispensável para o *livre desenvolvimento da personalidade do homem*³⁹⁵. O livre desenvolvimento da personalidade está tutelado pela Constituição Espanhola do artigo 10, inciso I, como um direito fundamental. No Brasil, em Título integralmente dedicado à ordem econômica e financeira, a Constituição Federal, no artigo 170, *caput*, estabelece expressamente que a ordem econômica é ‘fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa e tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social’. A existência digna deve ser vista como sinônimo do princípio fundamental da República Federativa do Brasil, qual seja o da *dignidade da pessoa humana*, previsto no artigo 1º, III da Constituição Federal Brasileira.

No entanto, no momento de garantir ao homem o livre desenvolvimento da personalidade, o legislador penal deve ter em mente certos critérios que definem os bens jurídicos a proteger, bem como a ordem constitucional correspondente. Igualmente, destacou-se que esta relação não é absoluta, mas sim de *analogia material*, baseada numa *correspondência essencial de sentido* e, por isso, afirma FIGUEIREDO DIAS³⁹⁶, o legislador penal deve estar atento à ordem legal dos bens jurídicos para, na medida do possível, adequá-los às partes da Constituição que contemplam os direitos sociais e a organização econômica.

FERRAJOLI³⁹⁷, preocupado com a expansão legislativa em matéria penal, que considera exacerbada, acaba propondo a introdução na Constituição de

³⁹⁵ Ver, por todos, FIGUEIREDO DIAS, Jorge de: “Para uma dogmática do Direito Penal secundário”, em *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Volume I – Problemas Gerais*, Coimbra: 1998, p. 57. Vid., também, ROXIN, “¿Es la Protección de Bienes Jurídicos una Finalidad del Derecho Penal?”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, p. 447, quando afirma que o fim perseguido pelo Direito Penal é assegurar aos cidadãos uma coexistência livre e pacífica, garantindo o respeito a todos os direitos humanos.

³⁹⁶ Cfr. FIGUEIREDO DIAS, *ob. Cit.*, pp. 58 e 74. Essa idéia de conformidade do bem jurídico com os valores resguardados pela Constituição foi acolhida pelo atual Código Penal português, para adaptar-se ao mandamento constitucional. O artigo 18 n.º 2 da Constituição Portuguesa estabelece que “A lei só pode restringir os direitos, liberdades e garantias nos casos expressamente previstos na Constituição, devendo as restrições limitarem-se ao necessário para resguardar outros direitos ou interesses protegidos constitucionalmente”.

³⁹⁷ Cfr. FERRAJOLI, Luigi: *Democracia y Garantismo*, Madrid: 2008, pp. 218-219 e 252.

uma *reserva forçada de código* para coibir as intervenções de exceção e de ocasião do legislador ordinário, evitando o atual acúmulo de leis especiais vivenciado em todos os países, ademais de pregar a reforma e reconstrução racional do sistema penal, em razão da tutela dos bens e direitos fundamentais que identifica como sendo aqueles sancionados na Constituição republicana.

Com efeito, sob a ótica do Direito Italiano, a tese constitucionalista também adquire relevância para o estudo do bem jurídico³⁹⁸. Assim, parte da doutrina entende que ao se individualizar o interesse protegido pelo Direito Penal empresarial, faz-se necessário considerar os valores tutelados pela Constituição³⁹⁹ e, por conseguinte, o legislador deve conciliar a tutela da liberdade econômica sem deixar de promover a *solidariedade social* e de reconhecer a *liberdade política e sindical*. De acordo com esta concepção, o Direito Penal empresarial tem por objetivo garantir, por meio da sanção penal, o respeito a tais limites, resguardando os valores de *respeito* e de *liberdade* da pessoa humana⁴⁰⁰.

De modo similar se pronuncia a doutrina espanhola⁴⁰¹, destacando que na Constituição⁴⁰² encontram-se os bens jurídicos que serão protegidos pelo Direi-

³⁹⁸ Vid. FIANDACA, Giovanni: “O “Bem Jurídico” como Problema Teórico e como Critério de Política Criminal”, em *Revista dos Tribunais*, São Paulo 2000, p. 409, o qual afirma que a Constituição deve ser vista como a nova *chave de leitura* das normas penais.

³⁹⁹ Ver PEDRAZZI, Cesare: “El bien jurídico en los delitos económicos”, em *Los Delitos Socio-Económicos*, Dir. Marino BARBERO SANTOS, Trad. Aurelia-Asunción RICHART RODRÍGUEZ, Madrid: 1985, p. 282, segundo o qual essa visão restritiva não pode prosperar porque impediria a legislação penal de satisfazer as necessidades geradas pela rápida evolução social.

⁴⁰⁰ Assim: DI AMATO, Astolfo: *Diritto Penale Dell'Impresa*, Milano: 2006, p. 85. Na mesma obra, p. 19, o autor afirma que o objeto tutelado pelos delitos societários pode ser entendido como o comportamento ilícito que vulnera a atividade produtiva organizada e profissionalmente exercida, a qual pode vir a ser comprometida por uma gestão ilícita da atividade mercantil. Ver, também, BARATTA, Alessandro: “La Política Criminal y el Derecho Penal de La Constitución: Nuevas Reflexiones sobre el Modelo Integrado de las Ciencias Penales”, em *RBCCrim*, São Paulo: 2000, p. 33, que defende uma aplicação dinâmica das Constituições dos Estados Sociais de Direito, mediante uma política de desenvolvimento social e de proteção integral dos direitos civis, sociais, econômicos, culturais e de participação política, os quais, adverte, não são apenas um fim em si, mas principalmente a garantia de funcionamento de tais constituições.

⁴⁰¹ Cfr. BAJO FERNÁNDEZ, Miguel y BACIGALUPO SAGGESE, Silvina: *Derecho Penal Económico*, Madrid: 2010, p. 18.

⁴⁰² Os artigos 128.2 e 131.1 da Constituição Espanhola reconhecem a iniciativa pública na atividade econômica e a faculdade do Estado de planejar a economia.

to Penal econômico, e que uma grande parte deles pertence à categoria dos chamados *interesses coletivos difusos*⁴⁰³. O reconhecimento desta nova categoria, denominada pela doutrina de *bens jurídicos coletivos*⁴⁰⁴, é produto da necessidade de adaptação do ordenamento aos interesses modernos que surgem com a evolução social e também porque o modelo de Estado consagrado na Norma Fundamental é de um Estado Democrático e Social⁴⁰⁵. A proteção desses bens resultaria, assim, da necessidade de se proteger um determinado grupo social⁴⁰⁶.

É mister consignar que entendemos mais adequada, em detrimento da teoria personalista do bem jurídico, sustentada por alguns doutrinadores⁴⁰⁷, a ado-

⁴⁰³ Em relação à tendência das modernas legislações penais de tutelar bens qualificados como supra-individuais e difusos, vid. MENDOZA BUERGO, *El Derecho penal en la sociedad del riesgo*, pp. 68 e ss., 156 e s., com abundantes referências doutrinárias.

⁴⁰⁴ Vid. HEFENDEHL, Roland: De Largo Aliento: El Concepto de Bien Jurídico, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Marcial Pons, Madrid: 2007, pp. 469 e 472, o qual, ao analisar a questão da ampliação legitimadora dos fundamentos da punição, identifica o bem jurídico coletivo com a *capacidad de servicio*, afirmando que se trata de um bem que não se pode lesar *pontualmente*.

⁴⁰⁵ Vid. CUESTA CASTOR, Pablo: “Delitos obstáculo – Tensión entre Política Criminal y Teoría del Bien Jurídico”, em *Estudios de Derecho Penal Dir. Carlos Maria Romeo Casabona*, Granada: 2002, p. 107. Ver, também, CARPIO BRIZ, David: *Manual de Derecho Penal Económico y de Empresa. Parte General y Parte Especial*. Tomo 2, dir. Mientxu CORCOY BIDASOLO y Víctor Gomez Martín, coord. Celia DÍAZ MORGADO, Valencia: 2016, p. 18, o qual afirma que embora a Constituição Espanhola configure um modelo econômico aberto, de corte capitalista, em que estão reconhecidas, entre outros, a propriedade privada, a liberdade da empresa ou a unidade do mercado, esse modelo está condicionado às exigências típicas de um Estado Social, a legitimar a intervenção deste para regulação e proteção do sistema.

⁴⁰⁶ Cfr. FERNÁNDEZ TERUELO, Javier Gustavo: *Los delitos societarios en el Código Penal Español*, Madrid: 1998, pp. 106 e s.

⁴⁰⁷ Neste sentido: ROXIN: “¿Es la Protección de Bienes Jurídicos una Finalidad del Derecho Penal?”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Marcial Pons, Madrid: 2007, p. 448, o qual admite a proteção de bens que interesem à coletividade, mas desde que visem a atender ao cidadão individualmente considerado; MUÑOZ CONDE, Francisco e GARCÍA ARÁN, Mercedes: *Derecho Penal, Parte General*, Valencia: 2015, pp. 63-64, defendem a visão personalista de bem jurídico mas, ao mesmo tempo, reconhecem a importância da criação de tipos penais para proteger bens coletivos como, v.g., o meio ambiente, por sua importância para as sociedades modernas. Os autores ressaltam que essa distinção entre bens individuais e coletivos não corresponde à concepção dualista de bem jurídico, na qual há uma contraposição dos bens individuais aos supraindividuais. O traço distintivo do posicionamento dos autores baseia-se na afirmação de que os bens jurídicos coletivos ou universais somente são legítimos se servirem ao desenvolvimento pessoal do indivíduo pois,

ção da visão dualista do bem jurídico, compreendida como a possibilidade de haver tutela de bens individuais ou de bens coletivos⁴⁰⁸.

A Constituição Espanhola não aponta critérios materiais para indicar ao legislador o que deve ser entendido como uma atividade delitiva contra a ordem econômica nacional, o que parece muito adequado, deixando tal tarefa para o legislador. O Tribunal Constitucional da Espanha teve a oportunidade de manifestar-se a respeito da ordem econômica consagrada pelo texto da Constituição Espanhola, de 27 de dezembro de 1978, na Sentença do Tribunal Constitucional 1/82, de 28 de janeiro, asseverando:

*“En la Constitución española de 1978, a diferencia de lo que solía ocurrir con las Constituciones liberales del siglo XIX, y de forma semejante a lo que sucede en las más recientes Constituciones europeas, existen varias normas destinadas a proporcionar el marco jurídico fundamental para la estructura y funcionamiento de la actividad económica; el conjunto de todas ellas compone lo que suele denominarse la Constitución económica formal. Este marco implica la existencia de unos principios básicos del orden económico que han de aplicarse con carácter unitario, unicidad ésta reiteradamente exigida por la constitución, cuyo Preámbulo garantiza la existencia de un orden económico y social justo”*⁴⁰⁹

Da nomenclatura fixada pelo legislador no Código Penal espanhol de 1995 – delitos “contra o patrimônio e contra a ordem socioeconômica” – contudo, não é possível, ainda, extrair uma ideia mínima do que possa ser classificado como

do contrário, segundo entendem, a função do Direito penal ficaria limitada à proteção do sistema social no seu conjunto e apenas em segundo plano, do indivíduo.

⁴⁰⁸ Neste sentido: SCHÜNNEMANN, Bernd: *Consideraciones críticas sobre la situación espiritual de la ciencia jurídico-penal alemana*. Tradução de Manuel Cancio Meliá, Universidad Externado de Colombia, Colombia: 1998, p. 25 e ss; AMELUNG, Knut: “El Concepto “Bien Jurídico” en la Teoría de la Protección Penal de Bienes Jurídicos”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, pp. 236-238.

⁴⁰⁹ Na Constituição espanhola de 1978, diferente do que ocorria com as Constituições liberais do século XIX, e de forma semelhante ao que ocorre com as Constituições europeias mais recentes, existem várias normas destinadas a definir o marco jurídico fundamental para a estrutura e funcionamento da atividade econômica; o conjunto de todas elas compõe aquela que seria denominada Constituição econômica formal. Este marco supõe a existência de alguns princípios básicos da ordem econômica, que devem ser aplicados em caráter unitário, unicidade esta reiteradamente exigida pela Constituição, cujo preâmbulo garante a existência de uma ordem econômica e social justa.

delito patrimonial, e quais dos delitos contidos no Título XIII integram a ordem socioeconômica⁴¹⁰.

No âmbito do Direito Português, a Constituição estabelece que a proteção da função econômica é uma *incumbência prioritária do Estado*, o qual deve assegurar o *funcionamento eficiente dos mercados* e a *repressão das práticas lesivas do interesse geral* (art. 81, alínea e) da Constituição. Segundo COSTA PINTO⁴¹¹, de uma forma genérica pode-se dizer que o Estado “tem o dever de zelar pela proteção de bens supraindividuais afetos a um programa de desenvolvimento econômico”, podendo-se apresentar estes bens como “bens jurídicos intermédios (por exemplo, as condições de investimento e de aplicação das poupanças) relativamente a outros bens *indirectamente* integrados em esferas jurídicas pessoais (como seja o património)”⁴¹².

Em que pese no sistema constitucional brasileiro a justificativa para a tutela penal dos crimes econômicos esteja no fim em que se fundamenta o setor financeiro em geral (na dignidade da pessoa humana), as considerações feitas por COSTA PINTO amoldam-se perfeitamente ao sistema brasileiro⁴¹³, já que existe na

⁴¹⁰ Vid. as críticas feitas à opção do legislador de agrupar os delitos patrimoniais e os delitos econômicos sob a mesma rubrica em MUÑOZ CONDE, Francisco: “Delincuencia económica: Estado de la cuestión y propuestas de reforma”, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*, Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemann, Madrid: 1995, p. 268; ZUGALDIA ESPINAR, José Miguel: “Los delitos contra la propiedad, el patrimonio y el orden socioeconómico en el nuevo Código Penal (Consideraciones generales sobre el Título XIII del N.C.P.)”, em *Cuadernos de Política Criminal*, Madrid: 1996, p. 417; DEL ROSAL BLASCO, Bernardo: “Los Nuevos Delitos Societarios en el Código Penal de 1995”, em *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*, Dir. Carlos Martínez-Buján Pérez, A Coruña: 1998, p. 82; FERNÁNDEZ TERUELO, Javier Gustavo: *Los delitos societarios en el Código Penal Español*, Madrid: 1998, pp. 112 e s.

⁴¹¹ Ver COSTA PINTO, Frederico de Lacerda da: “Crimes Econômicos e Mercados Financeiros”, em *RBCCrim*, São Paulo: 2002, p. 32.

⁴¹² Vid. SILVA SÁNCHEZ, Jesús Maria: *Fundamentos del Derecho Penal de la Empresa*, Madrid: 2013, p. 10, o qual analisa a problemática gerada pela proteção de bens jurídicos supraindividuais em matéria de criminalidade econômica, que determina uma certa dissolução do resultado de lesão e uma perda de importância da relação de imputação objetiva em sentido estrito.

⁴¹³ Cfr. LEITE FILHO, José: “Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada”. *RBCCrim*, nº 60, São Paulo: 2006, pp. 84-85.

Constituição Brasileira um título integralmente dedicado à ordem econômica⁴¹⁴. De fato, o artigo 170 da Constituição Federal Brasileira consagra que “a ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social”, por meio da observância de princípios enumerados no próprio texto constitucional, que são: a soberania nacional; a propriedade privada; a função social da propriedade; a livre concorrência; a defesa do consumidor; a defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; a redução das desigualdades regionais e sociais; a busca do pleno emprego; o tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

Ao contrário das Constituições do século XIX, que possuíam cunho político, as do século XX caracterizam-se como Constituições econômicas, com maior intervenção no domínio econômico e social⁴¹⁵.

Não há dúvidas, portanto, que o legislador constituinte brasileiro, sob tal inspiração, fez uma clara opção por estabelecer normas de intervenção econômica pretendendo atingir o corolário de justiça social⁴¹⁶. A ordem econômica, portanto, se consagra, em nossa ótica, com um bem a ser protegido afirmativamente do ponto de vista criminal, mediante a elaboração de normas penais que estabele-

⁴¹⁴ Vid. ARAÚJO JÚNIOR, João Marcelo de: “O Direito Penal Econômico”, em *RBCCrim*, São Paulo: 1999, p. 148.

⁴¹⁵ Ver SILVA, Paulo Cezar da: *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional – Aspectos Penais e Processuais da Lei nº 7.492/86*, São Paulo: 2006, pp. 39-40. Vid, também, BARATTA, Alessandro: “La Política Criminal y el Derecho Penal de La Constitución: Nuevas Reflexiones sobre el Modelo Integrado de las Ciencias Penales”, em *RBCCrim*, São Paulo: 2000, p. 33, o qual afirma que os principais países da Europa e da América possuem Constituição com princípios de Estado Social de Direito e de Direito Penal Liberal, quando analisa o direito penal de emergência denominado “eficientismo” ou “funcionalismo”, que considera forma de perversão hoje difundida em países com tais características constitucionais.

⁴¹⁶ Vid. PETTER, Lafayette Josué: *Direito Econômico*, Porto Alegre: 2009, pp. 59-61, sobre o conceito de “justiça social” como fim da ordem econômica na Constituição Brasileira. Segundo o autor, a justiça social “consiste na possibilidade de todos contarem com o mínimo para satisfazerem às suas necessidades fundamentais, tanto físicas quanto espirituais, morais e até artísticas”, dizendo respeito, assim, a uma “dignidade coletiva”.

çam sanções a condutas que podem lesionar ou ameaçar de lesão esse sistema e os princípios a ele atrelados pela própria Carta Magna.

C. A ORDEM ECONÔMICA COMO BEM JURÍDICO

Já se destacou doutrinariamente que, embora a existência de um determinado preceito na Constituição de um país expresse uma boa razão para a confecção de uma norma penal, esse exame deve ser feito a partir de parâmetros tanto constitucionais como político-criminais e dogmáticos⁴¹⁷.

ROXIN destaca que as estruturas sociais estão se tornando cada vez mais complicadas e a moderna sociedade de massas somente pode ser controlada mediante abrangentes regulamentações, como as que têm ocorrido no âmbito do Direito Penal econômico. O aumento da criminalização, explica, não decorre do fracasso do Direito Penal, mas sim das mudanças sociais, técnicas e econômicas⁴¹⁸. Nesse contexto, denomina bens jurídicos a todos os objetos que são legitimamente protegíveis pelas normas, como entidades reais, assim compreendidos os direitos humanos e os direitos fundamentais - cuja privação acarreta prejuízos muito con-

⁴¹⁷ Ver, nesse sentido: SEHER, Gerhard: “La Legitimación de Normas Penales Basadas en Principios y el Concepto de Bien Jurídico”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ?Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, p. 91. Vid, também, DÍEZ RIPOLLÉS, José Luis: “De la Sociedad del Riesgo a la Seguridad Ciudadana: un debate desenfocado”, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Barcelona: 2005, pp. 244-245, sobre a extensão do Direito Penal a novos âmbitos geradores de importante lesividade social.

⁴¹⁸ Assim: ROXIN, Claus: “Tem futuro o Direito Penal?”, em *Revista dos Tribunais*, 2001, p. 463. Ver, também, HASSEMER, Winfried: “¿Puede Haber Delitos que no Afecten a um Bien Jurídico Penal?”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, p. 104, o qual afirma que a noção de bem jurídico deveria adequar-se à realidade, pois examina a questão sob o prisma de uma relação entre Direito e vida, ou do que denomina dos *verdaderos* bens das pessoas hoje em dia, o que exige uma integração no sistema de bens jurídicos das condições de vida da moderna socialização, principalmente do que chama ‘interesses universais’; TAVARES, Juarez: “Globalización, Derecho Penal y Seguridad Pública”, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Barcelona: 2005, pp. 308-309, critica a edificação de uma ordem jurídica extremamente regulamentadora, na qual o bem jurídico passou, segundo sua visão, a ter um papel de mera referência formal da norma, perdendo seu conteúdo material, o que leva a uma alteração substancial do direito penal; RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo: *Estudios de Derecho Penal Económico*, Navarra: 2009, p. 19, já na década de 1980, chamava atenção para o fato de que o Código Penal de então era arcaico para enfrentar a delinquência econômica e os tipos penais existentes não permitiam captar a *vertente econômica do fato*.

cretos na vida em sociedade -, bem como as instituições estatais que, embora não sejam objetos físicos – exemplificando com a Administração da Justiça, ou o sistema monetário, ou outros bens da comunidade –, classifica como ‘realidades necessárias’ para a vida, cuja lesão pode prejudicar de forma duradoura a capacidade de prestação da sociedade e a vida dos cidadãos⁴¹⁹.

Na busca de um correto enquadramento do bem jurídico protegido pelo Direito Penal econômico, muitos critérios foram estudados pela doutrina, desde os que o definem em termos *criminológicos* – a partir do *status* do agente⁴²⁰ - até aqueles que definem o Direito Penal econômico em termos *criminalísticos* – enfatizando a complexidade da investigação e o controle das respectivas infrações. É possível afirmar que a doutrina, de modo geral, considera que a melhor definição do Direito Penal econômico está relacionada à *autonomia* do bem jurídico⁴²¹.

A dificuldade que se verifica ao tentar-se identificar os bens jurídicos tutelados pelo Direito Penal econômico – denominados de *nova geração* de bens⁴²² - consiste no fato de que sua configuração se revela contaminada pelos delitos chamados ‘pluriofensivos’⁴²³, caracterizados por possuírem uma objetividade jurí-

⁴¹⁹ Ver ROXIN, Claus: ¿Es la Protección de Bienes Jurídicos una Finalidad del Derecho Penal?, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, pp. 447-448.

⁴²⁰ Vid. BARATTA, Alessandro: “Criminología crítica y política penal alternativa”, em *Textos de Direito Penal*, Lisboa: 1999, pp. 92 e s., para quem, numa ótica criminológica, os casos de desvio que podem ser verificados na *classe dominante* da sociedade moderna, como é o caso da *criminalidade econômica*, devem ser estudados de acordo com a relação funcional que se estabelece entre os “processos legais e os ilegais da acumulação e circulação de capital e entre esses processos e a esfera política”. Desta forma, a tendência do direito penal é ampliar os mecanismos de imputação até a criminalidade econômica, a favor dos interesses coletivos.

⁴²¹ Vid., por todos, COSTA ANDRADE, Manuel da.: “A nova lei dos crimes contra a economia (Dec.-Lei nº 28/84, de 20 de janeiro)”, em *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Volume I – Problemas Gerais*, Coimbra: 1998, pp. 398 e s.

⁴²² Cfr. CUESTA CASTOR, Pablo: *Delitos obstáculo – Tensión entre Política Criminal y Teoría del Bien Jurídico*, Estudios de Derecho Penal Dir. Carlos Maria Romeo Casabona, Granada: 2002, p. 93.

⁴²³ Em sentido oposto, FARALDO CABANA, Patricia: *Los Delitos Societarios*, Valencia: 2015, p. 72, afirma que os delitos societários são *uniofensivos*, com exceção do delito de falsificação de documentos, pois entende que o legislador protege em linha secundária e de forma indireta o correto funcionamento das sociedades mercantis, e assim, também é tutelada a integridade da ordem econômica em sentido amplo. Em sentido contrário, FERRÉ OLIVÉ,

dica plurivalente; desse modo, não é possível valorar como objeto um único interesse⁴²⁴, pois já se afirmou que os delitos econômicos, além de poderem provocar danos imediatos, de modo geral, abalam a confiança no tráfico mercantil, deformam o equilíbrio do mercado e eliminam a concorrência⁴²⁵. A maioria dos delitos dessa categoria, ademais, protege bens jurídicos supra individuais que não advêm de interesses individuais, enquanto produtos que são das novas necessidades sociais e dos riscos inerentes ao desenvolvimento tecnológico⁴²⁶. Deve-se acrescentar, também, que o fato de nem todos os delitos econômicos estarem agrupados sob o mesmo título no Código Penal dificulta sobremaneira o trabalho interpretativo.

É necessário destacar que a transcendência coletiva e a pluralidade de interesses e bens jurídicos eventualmente afetados pelos delitos econômicos são justificadas na medida em que a atividade econômica, atualmente concentrada nas grandes empresas, reflete diretamente nos diversos setores da economia⁴²⁷. Por este motivo, nesse particular, há quem defenda a necessidade da intervenção legislativa do Direito Penal, como forma de ‘restabelecer a estabilidade e a moral econômicas, bem como a confiança da população nas práticas comerciais e no funcionamento das instâncias político-sociais’⁴²⁸. Nesse aspecto, é necessário arrematar que o

Juan Carlos: “Sujetos responsables en los delitos societarios”, em *Revista Penal*, Madrid: 1997, p. 21.

⁴²⁴ Vid. POLAINO NAVARRETE, Miguel: *El bien jurídico en el derecho penal*, Publicaciones de la Universidad de Sevilla, Sevilla: 1974, p. 366; FOFFANI, “Delitos Societarios”, em *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*, Dir. Carlos Martínez-Buján Pérez, A Coruña, 1998, p. 21; ARAÚJO JÚNIOR, João Marcelo de: “O Direito Penal Económico”, em *RBCCrim*, São Paulo: 1999, p. 148.

⁴²⁵ Vid. RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo: *Estudios de Derecho Penal Económico*, Civitas/Thomson Reuters, Navarra: 2009 p. 23.

⁴²⁶ Ver CUESTA CASTOR, Pablo: *Delitos obstáculo – Tensión entre Política Criminal y Teoría del Bien Jurídico*, Estudios de Derecho Penal Dir. Carlos Maria Romeo Casabona, Granada: 2002, pp. 86-91, o qual traça uma distinção entre os bens jurídicos supraindividuais e os bens jurídicos difusos. Afirma que os primeiros conservam um referente individual, enquanto os últimos se caracterizam pela ausência de tal referencial, por não estarem ligados a um bem jurídico individual, razão pela qual são chamados de “difusos”.

⁴²⁷ Segundo TERRADILLOS BASOCO, Juan M.: “Los delitos societarios”, em *Estudios sobre el nuevo Código Penal de 1995*, Cord. Bernardo DEL ROSAL BLASCO, Valencia: 1997, p. 268.

⁴²⁸ Neste sentido, CORREIA, Eduardo: “Introdução ao Direito Penal Económico”, em *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Volume I – Problemas Gerais*, Coimbra: 1998, p. 298. Vid., também, BARATTA, Alessandro: “La Política Criminal y el Derecho Pe-

componente *ideológico* dos bens jurídicos do Direito Penal econômico se identifica com sua missão de *plasmear* a realidade socioeconômica⁴²⁹, pois é tarefa do legislador, conforme o momento histórico e as necessidades sociais, determinar quais interesses necessitam de proteção⁴³⁰.

De acordo com ROXIN, “as cominações penais representam a primeira das três etapas da eficácia do direito penal, as quais em conjunto e apenas em conjunto, esgotam o sentido e a missão do direito penal”, referindo-se às três esferas da atividade estatal: fase legislativa, fase judicial e fase da execução da pena⁴³¹.

Assim, a rigorosa identificação do bem jurídico protegido na segunda etapa aludida, deve ser feita mediante o emprego de múltiplos mecanismos hermenêuticos⁴³², cabendo ao intérprete verificar em cada tipo delitivo os elementos que podem caracterizar uma lesão ou ameaça de lesão à ordem socioeconômica⁴³³, inclusive porque os bens jurídicos não possuem uma validade jusnaturalista eterna, uma vez que sofrem as mudanças experimentadas na estrutura constitucional e ad-

nal de La Constitución: Nuevas Reflexiones sobre el Modelo Integrado de las Ciencias Penales”, em *RBCCrim*, São Paulo: 2000, p. 29, o qual afirma que no debate público os delitos econômicos e ecológicos são vistos como problemas de ordem moral e não como problema de segurança urbana.

⁴²⁹ Cfr. COSTA ANDRADE, Manuel da.: “A nova lei dos crimes contra a economia (Dec.-Lei nº 28/84, de 20 de janeiro)”, em *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Volume I – Problemas Gerais*, Coimbra: 1998, p. 403.

⁴³⁰ Ver CUESTA CASTOR, Pablo: *Delitos obstáculo – Tensión entre Política Criminal y Teoría del Bien Jurídico*, Estudios de Derecho Penal Dir. Carlos Maria Romeo Casabona, Granada: 2002, p. 112.

⁴³¹ Cfr. ROXIN, Claus: *Problemas Fundamentais de Direito Penal*. Tradução Ana Paula dos Santos Luís Natscheradetz/Maria Fernanda Palma/Ana Isabel de Figueiredo, Lisboa: 1998, pp. 26 e 32.

⁴³² Vid., COSTA ANDRADE, Manuel da.: “A nova lei dos crimes contra a economia (Dec.-Lei nº 28/84, de 20 de janeiro)”, em *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Volume I – Problemas Gerais*, Coimbra: 1998, p. 404.

⁴³³ Cfr. MUÑOZ CONDE, Francisco: “Cuestiones dogmáticas básicas en los delitos económicos”, em *Revista Penal*, 1997, pp. 69 e s; TERRADILLOS BASOCO, Juan M.: “Los delitos societarios”, em *Estudios sobre el nuevo Código Penal de 1995*, Cord. Bernardo DEL ROSAL BLASCO, Valencia: 1997, p. 269. Adotando uma conceituação mais ampla, MUÑOZ CONDE entende que muitos delitos contidos no Título XIII podem ser classificados como delitos econômicos, assim considerados ‘os delitos relativos à propriedade intelectual e industrial, ao mercado e aos consumidores, os delitos societários, a receptação e condutas afins’. Vid., também, do mesmo autor, *El bien jurídico protegido en el delito de alzamiento de bienes*, p. 29.

vindas das relações sociais⁴³⁴. Isto sem esquecer da nova configuração dada ao tema pela doutrina moderna, no sentido de que grande parte dos bens jurídicos tutelados pelo Direito Penal econômico por terem caráter *supra individual*⁴³⁵ são, portanto, *indisponíveis* – como também ocorre com os bens jurídicos tutelados pelos delitos ambientais. É este perfil que define claramente a distinção daqueles em relação aos delitos patrimoniais, uma vez que permite identificar um certo *núcleo fundamental* que deve ser reconhecido como Direito Penal econômico⁴³⁶.

No caso de conflito entre os bens jurídicos individuais e os supra individuais, esses gozam de uma certa supremacia em detrimento daqueles⁴³⁷, expli-

⁴³⁴ Ver, nesse sentido, ROXIN, Claus: “¿Es la Protección de Bienes Jurídicos una Finalidad del Derecho Penal?”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, p. 458; CUESTA CASTOR, Pablo: *Delitos obstáculo – Tensión entre Política Criminal y Teoría del Bien Jurídico*, Estudios de Derecho Penal Dir. Carlos Maria Romeo Casabona, Granada: 2002, p. 21.

⁴³⁵ Vid. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *Derecho penal económico. Parte General*, p. 105, que critica a posição defendida por TIEDEMANN – quando atribui aos bens jurídicos tutelados pelos delitos econômicos a conotação de *supraindividuais* -, advertindo que a maioria dos chamados delitos societários tem caráter nitidamente *patrimonial*, assim como ocorre com os delitos de concorrência desleal ou aos delitos contra a propriedade industrial, não sendo correto, por conseguinte, dar tanta amplitude ao bem jurídico protegido por esses delitos. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 35, afirmam que os bens jurídicos de dimensão supraindividual constituem uma categoria do pensamento jurídico-penal cuja finalidade não pode ser o imediato e concreto sujeito individual e portanto, discordam dessa perspectiva patrimonialista porque, face ao grau de complexidade dos mecanismos econômicos e financeiros, há comportamentos que não ofendem ou atingem um único indivíduo, mas *lesam indiscriminadamente todos os membros da comunidade econômica*.

⁴³⁶ Vid., por todos, FIGUEIREDO DIAS, Jorge de/COSTA ANDRADE, Manuel da: “Problemática geral das infrações contra a economia nacional”, em *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Volume I – Problemas Gerais*, Coimbra: 1998, pp. 336 e s. Contra: CORREIA, Eduardo: “Introdução ao Direito Penal Económico”, em *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Volume I – Problemas Gerais*, Coimbra: 1998, p. 310, para quem todos os bens jurídicos protegidos pelo direito criminal são bens de direito ou para o direito, interesses *do* ou *para* o Estado, e, portanto, supraindividuais.

⁴³⁷ Ver COSTA ANDRADE, Manuel da.: “A nova lei dos crimes contra a economia (Dec.-Lei nº 28/84, de 20 de janeiro)”, em *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Volume I – Problemas Gerais*, Coimbra: 1998, p. 401, quando analisa o pensamento de TIEDEMANN.

cando-se essa transcendência do indivíduo porque este deve ser visto não como sujeito particular, mas como membro de uma coletividade⁴³⁸.

Ao estudar o tema constata-se, também, que as técnicas de tutela tradicionais não são aplicáveis a estes bens jurídicos pois, como regra, faz-se necessário complementar o exame do tipo penal com normas extrapenais⁴³⁹, conforme se verá mais adiante, porque o que possui caráter econômico recebe um tratamento descritivo-enumerativo⁴⁴⁰ na legislação administrativa.

A importância do correto enquadramento do bem jurídico é tanta, como observa DEL ROSAL BLASCO⁴⁴¹, que o Código Penal Espanhol prevê consequências técnicas de acordo com o *objeto de proteção da norma*, como no caso da aplicação da agravante da reincidência do número 8 do artigo 22, em que o legislador impõe a necessidade de que o delito pelo qual o sujeito tenha sido previamente condenado, além de estar no *mesmo título* do código, deve ser da mesma natureza – conceito que remete, indubitavelmente, à noção de bem jurídico.

O estudo de TIEDEMANN foi particularmente importante na tentativa de definir o bem jurídico protegido pelo Direito Penal econômico, pois afirma que devido à ampliação desse ramo do Direito, o conceito de *Direito Penal econômico* deve abranger a hipótese dos delitos cometidos na esfera do *direito penal regulador da concorrência*, o *direito das sociedades mercantis*, o *direito alimentar e de matéria vinícola*, os *delitos falenciais e usura*, os *delitos de obtenção fraudulenta*

⁴³⁸ Cfr. CUESTA CASTOR, Pablo: *Delitos obstáculo – Tensión entre Política Criminal y Teoría del Bien Jurídico*, Estudios de Derecho Penal Dir. Carlos Maria Romeo Casabona, Granada: 2002, p. 88; RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo: *Estudios de Derecho Penal Económico*, Navarra: 2009, p. 79, destaca que os problemas interpretativos suscitados pelos delitos societários – e que, entendemos, podem ser estendidos a todos os delitos econômicos – dizem com a indefinição de seus contornos, seu caráter expansivo e sua deficiente coordenação com outras normas mercantis e penais.

⁴³⁹ Assim, CUESTA CASTOR, Pablo: *Delitos obstáculo – Tensión entre Política Criminal y Teoría del Bien Jurídico*, Estudios de Derecho Penal Dir. Carlos Maria Romeo Casabona, Granada: 2002, p. 101.

⁴⁴⁰ Vid. RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo: *Estudios de Derecho Penal Económico*, Navarra: 2009, p. 85.

⁴⁴¹ Cfr. DEL ROSAL BLASCO, Bernardo: “Los Nuevos Delitos Societarios en el Código Penal de 1995”, em *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*, Dir. Carlos Martínez-Buján Pérez, A Coruña: 1998, p. 83; do mesmo autor, *Los Delitos Societarios en el Código Penal de 1995*, Valencia: 1998, p. 30.

de créditos e subvenções⁴⁴². Esta visão da doutrina alemã corresponde ao que se destacou anteriormente, pois influenciou bastante o tratamento dado aos delitos econômicos na legislação penal portuguesa⁴⁴³, fazendo coincidir o bem jurídico com os interesses da vida econômica⁴⁴⁴. É de se considerar, em que pese a excelente argumentação de TIEDEMANN quanto à autonomia dos bens jurídicos tutelados⁴⁴⁵, que sua conclusão a respeito do tema não pode ser integralmente acolhida, pois sua visão de bem jurídico protegido pelo Direito Penal econômico é demasiadamente ampla, não servindo para caracterizar o bem jurídico imediatamente tutelado⁴⁴⁶.

A bem da verdade, a título de conclusão, insta consignar que existe praticamente um consenso na doutrina quanto à ideia de que o bem jurídico tutelado pelo Direito Penal econômico - que possui autonomia científica, enquanto sistema que apresenta características próprias⁴⁴⁷ - é a *ordem econômica*, que se destina a garantir a política econômica do Estado⁴⁴⁸. Contudo, é necessário destacar que este conceito não pode ser compreendido em *sentido amplo* – assim traduzido por ‘re-

⁴⁴² Vid. TIEDEMANN, Delitos contra el orden socio-económico, p. 171.

⁴⁴³ A influência alemã foi verificada basicamente na elaboração do D.L. nº 28/1984, de 20 de janeiro, sobre infrações contra a economia e contra a saúde pública, pois o Direito aludido contém uma normativa de Parte Geral, bem como normas específicas sobre atuações em nome de terceiros, penas adaptadas à criminalidade econômica e circunstâncias modificativas da responsabilidade criminal adaptadas ao âmbito econômico. Para uma análise completa da legislação portuguesa, vid. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *Derecho Penal económico. Parte General*, p. 40.

⁴⁴⁴ Vid. CORREIA, Eduardo: “Introdução ao Direito Penal Económico”, em *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Volume I – Problemas Gerais*, Coimbra: 1998, pp. 299 e 311.

⁴⁴⁵ Cfr. COSTA ANDRADE, Manuel da.: “A nova lei dos crimes contra a economia (Dec.-Lei nº 28/84, de 20 de janeiro)”, em *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Volume I – Problemas Gerais*, Coimbra: 1998, p. 401.

⁴⁴⁶ Vid. FARALDO CABANA, *Los delitos societarios – aspectos dogmáticos*, pp. 32 e s. Sobre isso, convém recordar o que afirma MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *Derecho Penal económico. Parte General, Valencia: 2016*, p. 91, quando destaca que a vulnerabilidade do bem jurídico mediato não é incorporada ao tipo de injusto da infração correspondente, pois isso ocorre somente com o bem jurídico imediato.

⁴⁴⁷ Tantos são os princípios, postulados e regras, próprios do Direito Penal econômico, que se tornou um segmento merecedor de estudo aprofundado quando à parte geral na obra de MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ (*Derecho Penal Económico. Parte General*, Valencia: 2016).

⁴⁴⁸ Ver ARAÚJO JÚNIOR, João Marcelo de ARAÚJO JÚNIOR, João Marcelo de: “O Direito Penal Econômico”, em *RBCCrim*, São Paulo: 1999, p.148.

gulação da produção, distribuição e consumos dos bens e serviços'⁴⁴⁹ – e sim, em *sentido estrito* – cuja noção já expressamos anteriormente⁴⁵⁰.

Compreendidos em sentido estrito, os delitos econômicos integram uma categoria homogênea, dotada de autonomia frente aos demais ‘grupos delitivos da Parte especial da legislação penal’⁴⁵¹. Nesse sentido, acrescenta FEIJOO SÁNCHEZ⁴⁵² que “si en un principio la doctrina ha venido caracterizando el Derecho Penal económico a partir de la idea de la protección de bienes jurídicos estatales relativos a la intervención estatal en la economía o la organización y regulación estatal del orden socioeconómico (Derecho Penal económico en sentido estricto), un mero vistazo a las obras especializadas permite apreciar como el Derecho Penal económico se ocupa en general de la estabilización de normas de conducta indispensables para la pervivencia del vigente orden socioeconómico”.

⁴⁴⁹ Cfr. BAJO FERNÁNDEZ, Miguel: “Marco constitucional del Derecho penal económico”, em *Comentarios a la legislación penal*, Madrid: 1982, p. 254, o qual chama a atenção para o fato de que, quando o legislador se refere à ordem econômica em sentido amplo, “*está simplemente descrevendo um objetivo político-criminal que serviu de critério sistematizador para agrupar determinadas figuras delitivas sob o denominador comum de ‘delitos contra a ordem econômica’*”.

⁴⁵⁰ Nesse sentido, BAJO FERNÁNDEZ, Miguel: “Marco constitucional del Derecho penal económico”, em *Comentarios a la legislación penal*, Madrid: 1982, p. 253; RIGHI, Esteban: *Derecho Penal Económico Comparado*, Madrid: 1991, pp. 317 e s.; DEL ROSAL BLASCO, Bernardo: El delito de falsedad en la información social del artículo 290 del Código Penal de 1995, em *Empresa y Derecho Penal I*, Dir. Bernardo DEL ROSAL BLASCO, Madrid: 1999, p. 71.

⁴⁵¹ Vid. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte General*, Valencia: 2016, p. 58. Contrariamente, FERNÁNDEZ TERUELO, Javier Gustavo: *Los delitos societarios en el Código Penal Español*, Madrid: 1998, pp. 57-58, o qual discorda da afirmação de que existe apenas um único objeto de proteção identificado como a ordem econômica, pois entende que existem diversos bens e interesses como referentes de proteção, dentre os quais a ordem econômica é apenas mais um; PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 241 a 245, que atribui a condição de bem jurídico apenas a objetos, estados ou relações dotadas de concreção, ou seja, que resultem lesionáveis através de um comportamento individual. A autora considera que os objetos de proteção da norma devem ser os *bens jurídicos intermédios*, cuja lesão é *imaginável* a partir de um comportamento individual e que possuem conexão teleológica com o suposto bem imaterial (ordem econômica). Assim, ao traçar distinção entre a lesão e o resultado material do crime, afirma que “cada vez que uma ação limita ou destrói possibilidades de uso de um bem jurídico coletivo de acordo com os objetivos a que este serve no desenvolvimento do sistema social, se produz a sua lesão”.

⁴⁵² Ver FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo: *Imputación Objetiva en el Derecho penal económico y empresarial. Esbozo de una teoría general de los delitos económicos*, In-Dret, 2009, p. 3.

Não se quer dizer, com isso, que o conceito *amplo* de delito econômico seja irrelevante, pois adquire importância na medida em que se esteja diante de uma preocupação científica concreta, como, *v. gr.*, o consumidor, o empresário, o mercado de valores. Nessa linha de argumentação, existem autores que utilizam o conceito amplo de delito econômico para, sob esta perspectiva, estabelecer critérios de identificação da *categoria* dos delitos econômicos, partindo da conveniência de examinar em caráter geral a gama de questões jurídicas comum a todas as figuras delitivas⁴⁵³.

Para outros autores, a problemática dos bens jurídicos supra individuais reside no fato que se está produzindo uma criação inflacionária de tais bens⁴⁵⁴, levando a uma extensão desmesurada do Direito Penal e, portanto, a proteção penal da economia será necessária e oportuna sempre que a norma penal se restringir à proteção de bens jurídicos supraindividuais que cumpram com as circunstâncias de merecimento e necessidade de pena⁴⁵⁵, sob pena de violação ao princípio da ofensividade⁴⁵⁶. A necessidade de pena de uma conduta determinada supõe o grau de repercussão ou efeito que essa tem sobre a regulação jurídica, ou seja, quando a conduta infringe uma regra da vida econômica e leva à reflexão sobre a primazia do Direito Penal na luta contra a criminalidade econômica⁴⁵⁷.

O direito penal contemporâneo é caracterizado por uma crescente atenção aos bens coletivos, fruto das transformações econômico-institucionais que fizeram emergir uma nova entidade merecedora de tutela penal. MARINUCCI e DOLCINI, ao assim externarem seu pensamento, argumentam que os escândalos econômicos ocorridos na Europa no final dos anos 1980 revelam que a criminalidade econômica provoca vítimas em escala bem maior do que o restrito

⁴⁵³ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte General*, Valencia: 2016, p. 36.

⁴⁵⁴ Ver POLAINO NAVARRETE, Miguel e JAKOBS: *El Derecho Penal ante las Sociedades Modernas – Dos Estudios de Dogmática penal y política criminal*, Lima: 2006

⁴⁵⁵ Cfr. GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 263.

⁴⁵⁶ Ver CUESTA CASTOR, Pablo: *Delitos obstáculo – Tensión entre Política Criminal y Teoría del Bien Jurídico*, Estudios de Derecho Penal, Dir. Carlos Maria Romeo Casabona, Granada: 2002, p. 101.

⁴⁵⁷ Vid. GÓMEZ INIESTA, ob. cit., p. 265.

mundo da indústria e das finanças, ocasionando o que denominam ‘vitimização de massa’⁴⁵⁸.

A julgar pelo conceito estrito, o Direito Penal econômico estaria limitado aos delitos que “atentam contra a determinação e demarcação de preços, os delitos monetários, os delitos de contrabando e os delitos de fraude tributária”⁴⁵⁹.

O fato é que, segundo o setor dominante da doutrina, o Código Penal Espanhol de 1995 não consagrou a autonomia da *categoría dos delitos socioeconômicos*, pois agrupou no mesmo Título XIII os “Delitos contra o patrimônio e contra a ordem socioeconômica”, incluindo nos capítulos I a IX os delitos patrimoniais e nos Capítulos XI a XIV (excetuando-se a receptação) os delitos contra a ordem socioeconômica. Foram surgindo dúvidas a respeito da conveniência do fato de o legislador ter transferido os delitos contra os direitos dos trabalhadores para outro Título independente⁴⁶⁰, pois nos textos pré-legislativos, esses haviam figurado sempre entre os delitos socioeconômicos. Da mesma forma, a crítica se dirige ao fato de terem sido erradicados do Título destinado aos delitos contra a ordem socioeconômica os delitos contra a Fazenda Pública e a Seguridade Social, bem como os delitos societários, todas essas infrações que integram, por certo, o conceito de ordem socioeconômica trabalhado até agora. Esse estado de coisas que-
dou-se inalterado na recente reforma global operada no Código Penal pelas Leyes Orgánicas 1 e 2, ambas de 30 março de 2015.

De acordo com o que foi dito, pode-se concluir que o referido Título XIII não ampara todos os delitos socioeconômicos, pois além das infrações já mencionadas – que, por sua natureza, deveriam ter sido agrupadas sob o mesmo título – existem também outras contempladas pela legislação especial, como o con-

⁴⁵⁸ Assim, MARINUCCI e DOLCINI: “Diritto Penale ‘Minimo’ e Nuove Forme di Criminalità”, em *Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale*. Fasc. 3, Milano: 1999, pp. 813-4.

⁴⁵⁹ Vid. FARALDO CABANA, *Los delitos societarios – Aspectos dogmáticos...* p. 30. Para BAJO FERNÁNDEZ, Miguel y BACIGALUPO SAGGESE, Silvina: *Derecho Penal Económico*, Madrid: 2010, p. 19, o objetivo concreto do direito penal econômico nessa concepção estrita, é próximo a interesses coletivos difusos e deve ser a proteção de todos aqueles que integram o sistema econômico, ou seja, “del acreedor comerciante, del inventor, del trabajador o los intereses económicos generales o colectivos”.

⁴⁶⁰ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte General*, Valencia: 2016, pp. 54 e s.

trabando e os delitos monetários, que têm conteúdo nitidamente econômico e do mesmo modo deveriam estar concentrados sob a mesma rubrica⁴⁶¹.

No sistema jurídico brasileiro a situação é, entretanto, pior. O Código Penal, cuja parte especial data de 1940, teve preocupação de tutelar apenas o patrimônio individual. Assim, sobrevieram, ao longo dos anos, leis esparsas para proteger bens jurídicos que se tornaram relevantes com a modernidade, no âmbito da criminalidade econômica. Dentre as principais, que integram o gênero da denominada criminalidade socioeconômica, pode-se mencionar a Lei nº 7.492/86 – que tutela os crimes contra o sistema financeiro nacional⁴⁶²; a Lei nº 8.078/90 – que regulamenta os crimes praticados contra o consumidor; a Lei nº 8.137/90 – que contempla os crimes contra a ordem tributária e a Lei nº 10.303/01 que introduziu na Lei nº 6.385/76 os crimes contra o mercado de capitais.

Por fim, é preciso concordar com NAUCKE⁴⁶³, quando afirma que não há “otra forma de poder que intervenga tan profunda e intensamente en nuestra vida diaria, como el sistema económico-financiero” e conclama a um debate profundo, amplo e duradouro sobre o estabelecimento, na Constituição, de institutos de controle firmes para as finanças e a economia, destacando que o Direito penal positivo se enfrenta atualmente a um poder econômico forte, com bases sólidas e seguras e tem a missão de se pronunciar sobre o merecimento de pena de condutas econômicas com potencial de destruir a economia.

⁴⁶¹ Vid. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte General*, Valencia: 2016, p. 57. Para uma lista não exaustiva de delitos penais económicos, ver FERNÁNDEZ TERUELO, *Instituciones de Derecho Penal Económico y de la Empresa*, Pamplona: 2013, p. 27.

⁴⁶² Ver ARAÚJO JÚNIOR, João Marcelo de: “Os Crimes contra o Sistema Financeiro no Esboço de Nova Parte Especial do Código Penal de 1994”, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, São Paulo: 1995, pp. 147-148, o qual esclarece que o critério metodológico utilizados pelos juristas na elaboração da Lei nº 7.492/86 foi elaborar normas que protegessem os bens jurídicos supraindividuais identificados com as seguintes características, muito semelhantes àquelas observadas no crime de *insider trading*: a) a organização do mercado; b) a regularidade dos seus instrumentos; c) a confiança neles exigida; d) a segurança dos negócios. Assim, explica o autor que as normas incriminadoras foram elaboradas compreendendo os seguintes aspectos dos crimes financeiros: a) o monopólio e os limites das atividades financeiras; b) as condições pessoais exigidas para tais atividades; c) as obrigações de natureza contábil e as informações devidas aos órgãos públicos encarregados do controle; d) a proteção dos usuários dos serviços financeiros.

⁴⁶³ Vid. NAUCKE, Wolfgang: *El concepto de delito económico-político – Una aproximación*. Tradução Eugenio Sarabayrouse, Madrid: 2015, pp. 36, 42-3.

Em verdade, como se viu, a tutela penal da ordem econômica surgiu pela necessidade de se proteger determinadas funções estatais agasalhadas na Constituição, consideradas essenciais à própria existência do Estado. Contudo, o que se verifica atualmente é que, utilizando o Direito Penal econômico de forma expansiva, o legislador visa a atender os anseios da sociedade, diante das novas situações de risco criadas pela modernidade e pelo avanço tecnológico.

Em conclusão, pode-se afirmar que a ordem socioeconômica, em que pese encontrar proteção constitucional, é apenas *lato sensu* o bem jurídico tutelado pelos crimes econômicos, entretanto, para fins penais, essa concepção ampla não atende o rigor técnico e a exatidão exigíveis. Isso porque a ordem econômica pode abarcar diversas categorias, subdivididas em grupos de interesses afins – conforme a política estatal - que constituirão alguns grupos de delitos econômicos, a depender do enfoque que se dê ao objeto de proteção da norma penal. Portanto, entendemos que se a ordem econômica é o bem jurídico a ser tutelado *lato sensu* pelos crimes econômicos, o concreto bem jurídico protegido *stricto sensu* deve ser analisado de acordo com as características do grupo a que pertence cada crime na legislação penal, a partir da conformação dada pela Constituição.

Por essas razões, no próximo apartado, far-se-á o exame do crime de uso de informação privilegiada dentro do contexto constitucional que protege a economia de mercado, os consumidores e a liberdade de empresa, esses sim, objetos de proteção *stricto sensu* do legislador constituinte.

II. BEM JURÍDICO PROTEGIDO NO CRIME DE USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

A. DIREITO PENAL DO MERCADO DE VALORES COMO ESPÉCIE DO DIREITO PENAL ECONÔMICO

O mercado de valores é um setor que integra o Sistema Financeiro dos países capitalistas e tem a função de *transformar capital em investimento e poupança*⁴⁶⁴. O sistema financeiro tem como uma das funções básicas servir como instrumento da política financeira e monetária, de modo a contribuir para a estabilidade da economia⁴⁶⁵.

Como se viu acima, as principais Constituições modernas consideram a economia de mercado como um dos pilares básicos do sistema econômico, motivo pelo qual são dignos de proteção todos os interesses coletivos agasalhados sob a rubrica *ordem econômica*.

Nesse passo, concordamos com a afirmação de NAUCKE, que a liberdade da economia de mercado só existe respeitando-se a regulação estatal. É diante da necessidade de se assegurar a liberdade econômica que surge o Direito penal econômico, identificada pelo autor como a forma moderna de proporcionar segurança àquela, contra os adversários provenientes da própria economia livre⁴⁶⁶. Para dar efetividade à proteção do sistema econômico consagrado na Constituição, o legislador infraconstitucional elege as condutas reputadas mais graves para responsabilizar no âmbito penal, ficando as demais abarcadas pelo direito administrativo sancionador.

⁴⁶⁴ Cfr. GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 8; MUÑOZ CONDE, Francisco: *Derecho Penal, Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 450.

⁴⁶⁵ Vid. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 63.

⁴⁶⁶ Ver NAUCKE, Wolfgang: *El concepto de delito económico-político – Una aproximación*. Tradução Eugenio Sarabayrouse, Madrid: 2015, pp. 117-120.

Desse cenário se deduz que o crime de uso de informação privilegiada, por suas características e bem jurídico tutelado, como se verá no transcorrer do trabalho, caracteriza-se como um delito econômico *stricto sensu*⁴⁶⁷, já que poderia estar ordenado de forma sistemática entre os delitos que afetam a livre concorrência, a liberdade de empresa e a igualdade de todos que atuam no mercado de valores, como se analisará oportunamente.

B. PRINCÍPIOS DO DIREITO ANGLOSAXÃO

Considerando que o surgimento da criminalização do *insider trading* se deu nos EUA, entendemos relevante desenvolver um tópico próprio para a identificação dos elementos dogmáticos utilizados pelo legislador americano para punir criminalmente algumas condutas.

Para o Direito penal da *Civil Law* o bem jurídico sempre teve um papel de destaque de dupla vertente: como um dos elementos centrais de interpretação dos tipos penais e também por sua função crítica, identificada como a possibilidade de se declarar a ausência de necessidade de proteção de um bem jurídico frente a supostos de penalização de condutas meramente imorais, como já se assentou anteriormente⁴⁶⁸.

⁴⁶⁷ Vid. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte General*, Valencia: 2016, p. 137, embora entenda possível situar o *insider trading* entre os crimes econômicos *stricto sensu*, assim entendida como a intervenção do Estado na economia, afirma que, na realidade, é um crime que não afeta diretamente interesses econômicos públicos. Ver, também, VEGA GUTIÉRREZ, José Zamyr: *Mercado de Valores en Derecho Penal – Abuso de información privilegiada bursátil: “Insider Trading”*, Madrid: 2013, pp. 101-102, o qual concorda com a classificação do crime de uso de informação privilegiada como “un delito económico que protege un bien jurídico colectivo institucionalizado sin referente individual o, por el contrario, que se trata de un delito económico que protege un bien jurídico colectivo institucionalizado reconducible a bienes jurídicos individuales”.

⁴⁶⁸ Ver von HIRSCH, Andrew: “El Concepto de Bien Jurídico y el Principio del Daño”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, p. 37. Ver, também, SCHÜNEMANN, Bernd: “El Principio de Protección de Bienes Jurídicos como Punto de Fuga de los Límites Constitucionales de los Tipos Penales y de su Interpretación”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, pp. 206-207, o qual destaca que uma mera infração moral não é suficiente para desenvolver um conceito de delito, o qual somente

Porém, a mesma relevância não tem o tema para o Direito Penal Anglo-saxão⁴⁶⁹, no qual adquirem importância alguns princípios que são utilizados como critérios de valoração de normas penais e que têm sido manejados para justificar a intervenção penal nesta seara, a par das teorias que já foram vistas no capítulo próprio. Dentre alguns desses, destaca-se o *harm principle* (princípio do dano)⁴⁷⁰, pelo qual devem ser asseguradas as condições de convivência social e a esfera de liberdade de todos, e que serve de limitador a impedir a criminalização de condutas meramente indesejáveis⁴⁷¹, mas que não causem dano ou risco de lesão⁴⁷².

se justifica se houver um dano social aos bens naturais ou de origem social dos membros da sociedade. Nesse sentido, também, vid. ROXIN, Claus: “¿Es la Protección de Bienes Jurídicos una Finalidad del Derecho Penal?”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, p. 449; PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 213.

⁴⁶⁹ Na verdade, essa dicotomia entre os sistemas tem se atenuado ultimamente, como já se fez referência na nota 13.

⁴⁷⁰ De acordo com o *Black's Law Dictionary*, o ‘harm principle’ pode ser explicado, em tradução livre, como a visão de que o propósito legítimo do direito penal é o de impedir que qualquer pessoa prejudique ou coloque em perigo os outros.

⁴⁷¹ Vid. GÓRRIZ ROYO, Elena: *Institutions of Criminal Law - General Part*, Universitat de València, 2012, p. 63, afirma que a exigência da existência de uma ofensa origina-se no princípio da proporcionalidade afirmando que, originalmente, esse é componente do princípio geral de *liberdade*.

⁴⁷² A respeito, ver von HIRSCH, ob. cit., pp. 40 e ss., que busca identificar pontos de correspondência entre o *harm principle* do Direito anglo-saxão com o bem jurídico do Direito continental. Exercício semelhante também o faz SEHER, Gerhard: “La Legitimación de Normas Penales Basadas en Principios y el Concepto de Bien Jurídico”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, p. 81. Ambos autores entendem que o princípio do dano pode auxiliar na interpretação de um conceito liberal e crítico de bem jurídico, oferecendo-lhe um critério de legitimação mais preciso. Vid, também, TAVARES, Juarez: “Globalización, Derecho Penal y Seguridad Pública”, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Barcelona: 2005, p. 317, o qual entende que o Direito penal somente se legitima por meio da demonstração de sua funcionalidade, o que implica reformular a teoria do bem jurídico, de modo que fique claro que a conduta criminosa cause lesão ou coloque em perigo o bem jurídico, como pressuposto de qualquer incriminação. Cfr., também, VOGEL, Joachim: *Derecho Penal y Globalización*, trad. Manuel CANCIO MELIÁ, Universidad Autónoma de Madrid, em *La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, AFDUAM, nº 12, Madrid: 2012, p. 126, que propõe, em consequência da globalização existente, uma *abertura metodológica da Ciência do Direito Penal que possibilite o intercambio entre diversas culturas jurídico-penais*; BAJO FERNÁNDEZ, Miguel y BACIGALUPO SAGGESE, Silvina: *Derecho Penal Económico*, Madrid: 2010, p. 588, que, embora reconhecendo as peculiaridades de cada sistema, também de-

Outro importante conceito filosófico do Direito Anglo-saxão que é utilizado para a legitimação de normas penais é o *offense principle* (princípio da ofensividade)⁴⁷³, segundo o qual uma norma penal deve existir quando servir para evitar danos a terceiros⁴⁷⁴.

Um terceiro conceito, que interessa a este estudo, é o princípio do moralismo⁴⁷⁵, de uso questionável em um sistema democrático, mas que pode ser identificado em algumas normas e sistemas legais⁴⁷⁶, inclusive, em boa medida, na norma que criminaliza o uso de informação privilegiada. Todos esses princípios ficaram evidentes na análise que se fez do tratamento dado ao *insider trading* no direito americano: a conduta, segundo a ótica estadunidense, é punível porque causa dano ao mercado, dano aos investidores e é imoral.

É evidente a *carga moral* da norma que criminaliza o *insider trading* em qualquer país, entretanto, da forma como se concebe crime no sistema continental, o que se proíbe é a violação de normas de conduta por parte de quem atua no mercado de valores – e que possuem um forte componente de danosidade a legi-

tectam, especificamente no exame do *insider trading*, uma aproximação que creditam à preocupação dos dois sistemas em relação à paridade de armas entre os investidores, pois o Direito anglosaxão também se preocupa com o mercado, enquanto o Direito continental leva em consideração a lesão de lealdade em relação à empresa emissora dos títulos, protegendo, por consequência, direitos empresariais.

⁴⁷³ Segundo o *Black's Law Dictionary*, em tradução livre, o *offense principle* tem inspiração jurídico-filosófica e pode ser entendido como a visão de que a proibição penal proposta é sólida se (1) provavelmente prevenir atos que induziriam um desagradável e significativo abalo em outras pessoas, que não no agente, e (2) é, provavelmente, um meio necessário para esse fim.

⁴⁷⁴ Ver SEHER, Gerhard: “La Legitimación de Normas Penales Basadas en Principios y el Concepto de Bien Jurídico”, em *La Teoria del Bien Juridico - ?Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, pp. 78-79.

⁴⁷⁵ Conforme o *Black's Law Dictionary*, *legal moralism* pode ser compreendido como a teoria de que o governo ou o sistema legal pode proibir condutas que são consideradas imorais.

⁴⁷⁶ Vid. SEHER, ob. cit., pp. 87-89, o qual destaca que em uma democracia o Direito é, em essência, a positivação de um setor da moral social, exemplificando com a intensa discussão existente sobre a proibição de jogos de computador que fomentem a violência, o que pode ser visto como uma tentativa de formar o caráter dos jovens.

timar a desaprovação social - e não o simples descumprimento de valores morais⁴⁷⁷.

Relevante observar, nesse particular, as conclusões de SEHER⁴⁷⁸, no sentido de que tais princípios devem ser vistos como *filtros* que indicam as possíveis condutas passíveis de pena, sob uma perspectiva distinta da que se utiliza com a noção de bem jurídico. Assim, assevera que não são princípios com um fundamento teórico autônomo, pois dependem de uma teoria global do Direito e com tal espírito, podem se constituir em uma ferramenta adequada de legitimação de normas penais, a indicar um fato merecedor de proteção e que, por conseguinte, constitui um bem jurídico.

Com independência desse debate, absorvendo a ideia de que a dicotomia sistema continental/sistema anglo-saxão não existe mais, dada a permeabilidade dos conceitos jurídicos manejados pelos dois sistemas, consideramos justificável utilizar alguns desses princípios concomitantemente ao exame do bem jurídico tutelado pela norma penal, como instrumentos de auxílio à delimitação do campo exato de atuação do Direito penal em matéria de *insider trading*.

C. A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE VALORES NO SISTEMA FINANCEIRO DE UM PAÍS

O Mercado de Valores no mundo globalizado é uma fonte valiosa de recursos para as empresas que, ao atuarem na Bolsa de Valores, podem captar capital diretamente da poupança junto ao público, para consumo, investimento ou financiamento de projetos. Afirma-se que o mercado de capitais ‘contribui para a promoção da formação de capital, para ligar a poupança e investimento e para aumentar a eficácia da aplicação econômica do capital disponível’⁴⁷⁹.

⁴⁷⁷ Cfr. GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, pp. 310-312.

⁴⁷⁸ Cfr. SEHER, ob. cit., pp. 91-92.

⁴⁷⁹ Ver: MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo, 2005, pp. 76 e 164-165, o qual afirma que “o mercado de capitais contribui para a formação do capital em razão da transformação de serviços específicos do mercado em diferentes aspectos e formas”; PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el*

Ademais, BENÍTEZ ORTÚZAR⁴⁸⁰ recorda que na última década, impulsionados pela diminuição de interesse nos investimentos de renda fixa e depósitos bancários a prazo fixo, junto às novas tecnologias de informação a uma atrativa “bolha” de empresas relacionadas com internet, os pequenos poupadores terminaram por buscar o mercado bursátil que, até pouco tempo, parecia reservado aos grandes investidores. Por essa razão, o Estado tem dever de zelar pelo correto funcionamento do mercado, a fim de assegurar a devida transparência. Ou seja, o mercado financeiro, *lato sensu*, não pode subsistir sem regras claras, porquanto todas as transações que nele ocorrem são, nada mais, que o cumprimento de normas objetivas de conduta⁴⁸¹.

Para que seja considerado eficiente, o Mercado de Capitais deve garantir a liquidez dos valores transacionados, para que o investidor possa sacar seu dinheiro quando o desejar. Desse modo, quem possui capital para investir e deseja obter um retorno maior do que o esperado com aplicações bancárias, investe no mercado de valores e acaba por se tornar parte de um empreendimento – ao comprar ações de uma empresa-, assumindo os riscos inerentes a tais atividades.

O mercado de capitais, portanto, cumpre uma importante função socioeconômica e, em que pese estar integrado por diversos mercados, costuma ser identificado com a atuação na Bolsa de Valores, a qual realiza funções muito im-

Mercado de Valores, Navarra: 2004, pp. 66-73, sobre a classificação dos Mercados de Valores; SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Navarra: 2008, pp. 927 e 929, menciona que entre as funções que deve desempenhar a Bolsa de Valores, está a relativa à “correcta colocación de los capitales y distribución óptima de los recursos financieros, que garantiza el adecuado funcionamiento del sistema económico en su conjunto al canalizar el ahorro hacia las inversiones más rentables”, asseverando que a Bolsa “ofrece el mecanismo selector encargado de orientar los flujos financieros en la dirección correcta y es también el instrumento que hace posible modificar esa orientación, dedicando los recursos a empleos diferentes, cuando otras inversiones resultan más ventajosas”. Junto a essas funções principais, o autor afirma que a Bolsa pode desempenhar muito importante, ainda, como “*indicador financiero e instrumento orientador de la economía*”.

⁴⁸⁰ Ver BENÍTEZ ORTÚZAR, Ignacio Francisco: *Comentarios al Código Penal*, Tomo IX., dir. Manuel COBO DEL ROSAL, Madrid: 2005, p. 337.

⁴⁸¹ Cfr. RECALDE CASTELLS, André: “Reflexiones sobre los efectos de la crisis en la regulación del sistema financiero”, em *Estado y mercado en situación de crisis*, AFDUAM, nº 14, Madrid: 2010, p. 127.

portantes, que a doutrina concentra em dois blocos, a saber: a de canalização da poupança e a de financiamento⁴⁸².

Assim, uma das características que se destaca nos países desenvolvidos é a existência de um mercado de valores estruturado e seguro, cujas principais marcas são a progressiva transparência e a maior e melhor informação.

O Estado moderno, de outra parte, desde a Segunda Guerra, tem exercido um papel controlador de políticas econômicas, diante da incapacidade de autorregulação do mercado⁴⁸³. SÁNCHEZ ANDRÉS⁴⁸⁴ afirma que essa necessidade de regular o Mercado sobrevém, no plano econômico geral, em razão do afã de enriquecimento, tão típico da natureza humana que, desde a Idade Moderna, gerou

⁴⁸² Vid. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 100-1, a qual ressalta que, embora possam ser tomados como as duas faces da mesma moeda, financiamento e investimento, essa divisão é útil a fins didáticos. Ver, ainda, BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo: *Abuso de Informação, Manipulação do Mercado e Responsabilidade Penal das "Pessoas Colectivas". "Tipos Cumulativos" e Bens Jurídicos Colectivos na "Globalização"*, Lisboa: 2015, p. 349, que identifica nos mercados secundários a função de promoção da função econômica de outorga de liquidez ao titular dos valores, resultando do mecanismo de troca desses valores por dinheiro.

⁴⁸³ Vid. MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, pp. 75, 153-159. Vid., também, FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, pp. 25-6, os quais relatam que desde o surgimento das primeiras preocupações com a regulação/proibição do insider trading, vários métodos foram tentados de acordo com a ordem jurídica de cada país. Assim, a autorregulação não jurídica (na Alemanha, por exemplo); um código de conduta não cogente com recomendações (a exemplo da França); a hetero-tutela pública com sanções jurídico-cíveis; as sanções administrativas. Ver FOFFANI, Luigi: Protección del crédito, la bolsa y ahorro, em *Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea*, dir. Klauss Tiedemann, coord. Adán Nieto Martín, Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha, Cuenca: 2004, p.109, para o qual há uma tendência nos ordenamentos jurídicos europeus a criar tipos penais que pretendem garantir o correto funcionamento do sistema creditício e dos mercados financeiros, tendência essa que é reflexo, por uma parte, da importância assumida pelas distintas formas de atividades financeiras nos ordenamentos de países com economia de mercado e, de outro lado, dado o esforço de harmonização da regulação extrapenal pelos órgãos comunitários.

⁴⁸⁴ Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Navarra: 2008, pp. 250-253. Ver, também, FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo: *El Delito Corporativo en el Código Penal Español – Cumplimiento normativo y fundamento de la responsabilidad penal de las empresas*, Navarra: 2016, p. 23, ao advertir a tendência existente no Direito Penal vigente, ao assumir que a empresa deve se ocupar de assegurar que seu *management* atue com comportamento ético e responsável em relação ao público ou coletivo.

muitas vezes comportamentos especulativos de grande monta e tão graves que, em certas ocasiões, conduziu os mercados financeiros da época a situações de autêntico colapso. Esses comportamentos que contrariam a ética, na visão do autor, ganham relevo nos tempos atuais, em que os mercados são intangíveis e o próprio trato comercial revela uma dimensão telemática, há multiplicação de riscos e tudo propicia a facilitação das fraudes extremamente lucrativas.

Nesse sentido e sob o prisma do Direito penal, TIEDEMANN adverte que “una economía de mercado desarrollada regula jurídicamente el marco que limita en lo posible los excesos y los abusos, y garantiza la protección social de los participantes más débiles en el mercado”⁴⁸⁵.

A crise econômica mundial ocorrida entre os anos de 2008-2012 colocou em evidência a importância dos mercados financeiros⁴⁸⁶, levando os Estados a promoverem reformas legislativas e a fortalecerem atuações das agências reguladoras para tutelá-los de forma mais efetiva⁴⁸⁷. Tornou-se, por conseguinte, indispensável a regulação jurídica dos abusos que violam a ordem econômica, inclusive no plano penal⁴⁸⁸, dadas as dimensões internacionais da atividade econômica que a globalização dos mercados provocou⁴⁸⁹.

⁴⁸⁵ Ver TIEDEMANN, Klaus: Presente y futuro del Derecho penal económico, em *Hacia un Derecho penal económico europeo. Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemann*, Madrid: 1995, p. 33.

⁴⁸⁶ Cfr. RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo: “La utilización abusiva de información privilegiada em el mercado de valores ante el Derecho Penal”, em *Poder Judicial, Nuevas formas de delincuencia*, Madrid: 1988, p. 237 que, já na década de 1980, antevia a importância de se tutelar com mais vigor o mercado na Europa, asseverando: “La expansión de los mercados de valores en Europa y el acceso a los mismos de capas cada vez más extensas de población hace que las irregularidades en dichos mercados no sean hoy un asunto que afecte a unos pocos especuladores, sino potencialmente a una parte notable de la colectividad”.

⁴⁸⁷ Assim, GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos: *La protección penal transnacional de los mercados financieros*. Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid: 2014, pp. 23-24 e 51.

⁴⁸⁸ Vid. ARAÚJO JÚNIOR, João Marcelo de: “O Direito Penal Econômico”, em *RBCCrim*, São Paulo: 1999, p. 147.

⁴⁸⁹ Assim, FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 26. Vid., também, FOFFANI, Luigi: “Protección del crédito, la bolsa y ahorro”, em *Eurodelitos. El Derecho Penal económico em la Unión Europea*, dir. Klauss Tiedemann, coord. Adán Nieto Martín, Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha, p. 109, para quem a União Europeia outorgou ao sistema creditício e financeiro uma função “piloto” no processo de construção do mercado único europeu.

RUIZ RODRIGUEZ⁴⁹⁰ salienta que o fenômeno da internacionalização, ocorrida de forma lenta e progressiva nas últimas três décadas, seja em relação aos produtos financeiros, ou mesmo quanto aos mercados de valores, acabou levando a que os responsáveis pela regulação desses mercados adaptassem a estrutura e funcionamento existentes às novidades surgidas no campo bursátil, principalmente no que se refere à informatização dos sistemas de contratação. Mesmo diante desse fenômeno da internacionalização, ainda é possível afirmar que subsistem três sistemas de organização dos mercados de valores predominantes no mundo capitalista: a) o sistema anglo-saxão, com predomínio do caráter privado das instituições e das regras de mercado; b) o sistema mediterrâneo, em que a bolsa e o seu estatuto são públicos; c) o sistema centro-europeu, com estrutura semelhante ao sistema mediterrâneo, no qual as entidades bancárias possuem um papel relevante⁴⁹¹.

É evidente que a depender do modelo adotado, haverá maior ou menor repressão e fiscalização por parte do Estado e, por conseguinte, o estudo do *insider trading* retrata, no direito comparado, esses diferentes cenários, primordialmente no que diz respeito à utilização do Direito penal para a proteção dos mercados financeiros.

Se é certo que o Direito Penal não é um direito regulatório e nem possui vocação para solucionar todos os problemas relativos à proteção dos mercados, também é correto afirmar que possui um papel relevante, ainda que limitado, quanto a essa proteção⁴⁹², pois o mercado é considerado um patrimônio nacional a ser preservado⁴⁹³, como forma de garantir a saúde financeira do próprio Estado. Exemplo disso é o histórico percorrido pelas Diretivas europeias que, no intuito de

⁴⁹⁰ Ver RUIZ RODRIGUEZ, Luis Ramón. *Proteccion Penal del Mercado de Valores (Infidelidad en la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, pp. 123-4.

⁴⁹¹ Cfr. RUIZ RODRIGUEZ, Luis Ramón: ob. cit., p. 125.

⁴⁹² Ver: GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos: *La protección penal transnacional de los mercados financieros*, Madrid: 2014, p. 24; Von HIRSCH, Andrew: “El Concepto de Bien Jurídico y el Principio del Daño”, em *La Teoria del Bien Juridico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, p. 43.

⁴⁹³ Ver MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo, 2005, p. 311.

proteger o mercado comum europeu⁴⁹⁴, culminaram por impor padrões mínimos de conduta a ser vedada criminalmente e de pena dela decorrente a todos os EEMM.

FOFFANI destaca que os delitos bursáteis, nos últimos anos, têm sido objeto de um “processo de intensa internacionalização”, no mundo todo, superando as barreiras protecionistas estatais, a ponto de afirmar que dada a interdependência dos mercados, atualmente não existe mais a delinquência financeira *nacional* ou *transnacional*, mas simplesmente uma delinquência *global* ou *anacional*⁴⁹⁵.

Diante desse contexto de globalização econômica, regulado por normas internacionais, fala-se, inclusive, da existência de bens jurídico-penais coletivos de interesse *globais* ou *universais*, que são de interesse de toda a comunidade internacional – integrados por todos os substratos que “constituyen el objeto de los derechos económicos, sociales y culturales de los que son titulares la totalidad de los seres humanos y pueblos integrantes de la Humanidad”⁴⁹⁶. Não se desconhece as críticas a essa concepção expansiva do Direito Penal, no sentido de que os bens jurídico-penais globais são justificáveis mais sob o aspecto da importância do objeto de proteção, do que propriamente sob o viés de legitimidade da imposição de uma pena, pois não haveria um único mercado financeiro em termos mundial⁴⁹⁷.

⁴⁹⁴ Assim: ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, Carlos: *Los Delitos Bursátiles*, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Monografía nº 7, Madrid: 2011, p. 91; FOFFANI, Luigi: “Protección del crédito, la bolsa y ahorro”, em *Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea*, dir. Klaus Tiedemann, coord. Adán Nieto Martín, Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha, Cuenca: 2004, p. 112.

⁴⁹⁵ FOFFANI, Luigi: “Protección del crédito, la bolsa y ahorro”, em *Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea*, dir. Klaus Tiedemann, coord. Adán Nieto Martín, Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha, p. 112.

⁴⁹⁶ Ver GRACIA MARTÍN, Luis: *El Derecho penal ante la globalización económica*, Trabajo elaborado en el marco del Proyecto de Investigación SEJ2005 - 07811, de la Dirección General de Investigación, del Ministerio de Educación y Ciencia, sobre “Derecho penal de la Unión Europea”, y del Proyecto Globalización y Derecho penal (DER2009- 13111, subprograma JURI, del VI Programa Nacional de Proyectos I+D+i 2008- 2011 del Ministerio de Ciencia e Innovación), acessado em 15-11-2016, disponível no sítio <http://www.sitios.scjn.gob.mx/cursoderechopenal/sites/default/files/Lecturas/Ensayo%20El%20Derecho%20Penal%20ante%20la%20globalizaci%C3%B3n%20econ%C3%B3mica.pdf>, p. 4.

⁴⁹⁷ Vid. a visão crítica a essa tendência expansiva do Direito Penal e à categorização de bens jurídicos penais globais, por FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo: “¿Transformación del Derecho Penal por la protección de la estabilidad financiera internacional como bien jurídico global?” em *La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, pp. 110 e ss.

Entretanto, as normativas europeias já examinadas, que obrigam os EEMM a harmonizar suas legislações penais internas para adequá-las aos textos europeus, devem ser trasladadas ao direito interno da cada EEMM sem que exista previamente um espaço de debate e decisão quanto ao seu conteúdo⁴⁹⁸ e deixam claro que é interesse da UE proteger o mercado de valores de todos os EEMM, tanto que houve a criação de uma única Agência reguladora (ESMA) para salvar a estabilidade dos mercados financeiros europeus e colmatar as deficiências na supervisão europeia (Regulamento UE nº 1095/2010). E assim, ainda que se questione até que ponto as Diretivas podem influenciar nas políticas públicas dos Estados Membros, o fato é que em matéria de abuso de mercado não se está mais a falar de uma mera orientação para que autem em determinado sentido, pois podemos afirmar que existe hoje um bem jurídico global a ser tutelado por todos os EEMM, de forma equânime, com a imposição de sanções penais em determinados patamares a todos os cidadãos europeus.

A única certeza comum entre os países é a necessidade de proteção dos mercados de valores, coibindo os abusos que nele se possam praticar, o que surge no contexto de uma nova delinquência. Essa diferença de cenários e de sistemas jurídicos referida anteriormente é, também, a razão pela qual se torna tão difícil a construção de uma doutrina uniforme acerca do tema, conforme se constatará no decorrer do trabalho, principalmente quanto a saber qual o bem jurídico que necessita de tutela penal.

D. POSICIONAMENTO QUANTO À NECESSIDADE DE CRIMINALIZAÇÃO DO USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

Já se viu alhures que as Constituições da Espanha e do Brasil albergam a proteção da ordem econômica. No que se refere ao Mercado de Capitais, considerando-se os princípios insculpidos no artigo 3º, incisos I (construção de uma sociedade livre, justa e solidária), II (garantia do desenvolvimento nacional) e III (erra-

⁴⁹⁸ Cfr. VOGEL, Joachim: “Derecho Penal y Globalización”, trad. Manuel CANCIO MELIÁ, Universidad Autónoma de Madrid, em *La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, AFDUAM, nº 12, Madrid: 2012, p. 118.

dicação da pobreza e da marginalização e redução das desigualdades sociais e regionais) da Constituição Brasileira, torna-se evidente a necessidade de sua proteção pelo legislador infraconstitucional, pois, de acordo com a doutrina, o mercado de capitais “tanto financia o desenvolvimento nacional, *lato sensu*, quanto financia o desenvolvimento econômico; ao comprar títulos públicos, o investidor financia o governo e, portanto, financia diretamente programas (políticas públicas) assistenciais, culturais, educacionais etc., isto é, financia diretamente o desenvolvimento nacional, *lato sensu*; comprando ações ou outros títulos mobiliários privados, o investidor financia as empresas e, por conseguinte, financia, simultaneamente, o desenvolvimento econômico e, por corolário, o desenvolvimento nacional”⁴⁹⁹.

A Constituição Espanhola, por certo, no artigo 38⁵⁰⁰, consagra um sistema econômico no qual a economia de mercado é uma peça fundamental, devendo-se compreendê-la como o marco a partir do qual se desenvolve a liberdade de empresa⁵⁰¹.

Considerando que o uso de informação privilegiada se trata de uma conduta sem vítimas visíveis, que possui um caráter difuso, não chega ainda a provocar a consciência social quanto à necessidade de sua proibição, porém, nem sempre um bem jurídico tutelado é resultado de um consenso social no que tange a sua necessidade de proteção⁵⁰².

O certo é que, inobstante o *insider trading* esteja distante da vida do cidadão comum, quando se adentra ao universo do mercado de valores, está-se diante

⁴⁹⁹ Cfr. MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, p. 194.

⁵⁰⁰ Artigo 38: “Se reconoce la libertad de empresa en el marco de la economía de mercado. Los poderes públicos garantizan y protegen su ejercicio y la defensa de la productividad, de acuerdo con las exigencias de la economía general y, en su caso, de la planificación”.

⁵⁰¹ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 55.

⁵⁰² Vid. GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 312. Vid., também, FOFFANI, Luigi: “Protección del crédito, la bolsa y ahorro”, em *Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea*, dir. Klaus Tiedemann, coord. Adán Nieto Martín, Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha, Cuenca: 2004, p. 113, que considera o delito de insider trading o primeiro modelo de efetivo “Eurodelito”, por se encontrar harmonizado em toda a Europa e também porque é resultado de uma iniciativa da UE orientada político-criminalmente de modo consciente.

de um bem jurídico coletivo, cuja realidade é outra: os intervenientes nesse mercado são diretamente afetados por condutas abusivas que transcendem a mera violação de normas de conduta, para atingir o *status* de danosidade social suficiente, a fim de guindar as condutas inadequadas à categoria de normas penais. Como já se afirmou, precisamente “uma das poucas funções que podem cumprir os Estados modernos é configurar e proteger interesses públicos supra individuais (especialmente perante subsistemas sociais tão poderosos como o mercado)”⁵⁰³.

Ademais, a crise econômica de 2008-2010 revelou que é imperativo proteger o mercado de valores contra especulações – assim entendidas aquelas *especulações abusivas* que fogem à normalidade do mercado, porque realizadas com base em informações ainda não tornadas públicas⁵⁰⁴ –, uma vez constatado naquele então que a situação financeira foi sensivelmente agravada com condutas abusivas no mercado.

Atendendo aos clássicos princípios de *ultima ratio* e caráter fragmentário do Direito Penal⁵⁰⁵, a doutrina tem debatido sobre qual o bem a ser protegido com a incriminação do uso de informação privilegiada no mercado bursátil – também chamado *delito dos iniciados*, assim entendidos aqueles que compartilham um conhecimento secreto⁵⁰⁶ –, partindo do pressuposto de que isso exige uma análise de suficiência da intervenção administrativa e das razões que justificam a necessidade de recorrer-se à sanção penal.

⁵⁰³ Ver FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo: “Sobre a “Administrativização” do Direito Penal na “Sociedade do Risco”. Notas sobre a Política Criminal no início do Século XXI”, em *Revista Liberdades – IBCCrim*, Tradução de Bruna Abranches Arthidoro de Castro; revisão de Augusto Silva Dias, São Paulo: 2011, p. 37.

⁵⁰⁴ Cfr. GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 49.

⁵⁰⁵ Vid. TIEDEMANN, Klaus: *Manual de Derecho Penal Económico. Parte General y Especial*. Coords. de Tradução Manuel ABANTO VÁSQUEZ e Adán NIETO MARTÍN, Valencia: 2010, p. 67, destaca que esse caráter essencialmente fragmentário do Direito Penal não pode ser cumprido permanentemente diante da importância de numerosos bem jurídicos econômicos, salientando que o artigo 280, parágrafos 1 a 4 do Tratado da Comunidade Europeia obriga a uma proteção ‘efetiva’ dos interesses financeiros das comunidades.

⁵⁰⁶ Ver TERRADILLOS BASOCO, Juan M.: “Protección Penal del Mercado Financiero”, em *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*, Dir. Carlos Martínez-Buján Pérez, A Coruña, 1998, p. 160.

TIEDEMANN⁵⁰⁷ ressalta que a vantagem das sanções administrativas em tema de criminalidade econômica reside no fato de que a Administração profissional, como regra, está capacitada tecnicamente para a rápida tramitação desses temas, em que pese o contraponto existente, de que se revela, na maioria dos países, escassamente intimidatória. E nesse particular, considerando que aqui não se trata de punir penalmente o mero descumprimento de deveres no mercado de valores, a conduta de quem utiliza informação privilegiada deve ser examinada sob o aspecto do descumprimento de autêntica obrigação jurídica⁵⁰⁸.

Diz-se que as relações financeiras e comerciais são condicionadas por fatores sociais – caracterizados por leis que incentivam oportunidades de negócios e protegem contratos - e padrões éticos mínimos, além de boa conduta no campo das finanças, sem os quais de nada valem boas leis e jurisdição efetiva para sustentar um mercado de capitais organizado⁵⁰⁹.

Entendemos que a exigência de condutas éticas/morais não pode ser embasadora da criação de uma norma penal, porém, no caso do crime de uso de informação privilegiada, nada obsta que tais componentes integrem reflexamente o tipo penal, o qual conterà outros objetos de proteção, como será visto⁵¹⁰. São exatamente as regras ético-profissionais que justificam ser inaceitável o fenômeno do *insider trading* no sistema capitalista⁵¹¹ pois, inobstante na raiz deste exista a regra da livre concorrência, há que se coibir a superioridade informativa. ARROYO ZA-

⁵⁰⁷ Cfr. TIEDEMANN, Klaus: *Leciones de Derecho Penal Económico (comunitario, español, alemán)*, Barcelona, 1993, p. 230.

⁵⁰⁸ Assim, GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 267.

⁵⁰⁹ Ver MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, p. 75.

⁵¹⁰ Cfr. MIR PUIG, Santiago: *Direito Penal – Fundamentos e Teoria do Direito*. Ed. Revista dos Tribunais, Tradução Cláudia Viana Garcia e José Carlos Nobre Porciúncula Neto, São Paulo: 2007, pp. 95-96, para o qual o Direito Penal não pode tutelar exclusivamente bens jurídicos morais, destacando que nada impede “que os bens jurídico-penais também possam ser, como de fato o são os mais importantes, *bens morais*, exigindo-se, porém, que tenham *algo mais* que os tornem merecedores da proteção jurídico-penal” (com destaques no texto original).

⁵¹¹ Cfr. GÓMEZ INIESTA, Diego José: ob. cit., p. 313.

PATERO⁵¹², inclusive, identifica a danosidade social material dos delitos económicos com a valoración moral negativa destes por parte da comunidade.

As consequências nefastas do abalo na confiança no mercado de valores, segundo a doutrina, podem ser sintetizadas em⁵¹³: a) redução da liquidez, porque haverá menos compradores e vendedores; b) aumento da volatilidade da cotação, porque pequenas compras e vendas causarão mudanças importantes nos preços; c) menor distribuição do risco, porque haverá menos pessoas para suportá-lo; d) o grau de eficiência do mercado baixará ao reduzir-se o número de participantes; e) os ganhos serão menores para os participantes, porque haverá um menor número de transações.

Nesse sentido, MUÑOZ CONDE sinala que “no cabe duda de que el abuso de información privilegiada atenta contra el principio de igualdad de oportunidades y contra la propia pureza de las leyes del mercado, bastión esencial de la economía capitalista. De ahí que claramente su criminalización obedezca a la necesidad de proteger uno de los principios básicos del orden económico(...)”⁵¹⁴.

Não há, contudo, uniformidade na doutrina quanto à determinação do bem jurídico a ser tutelado no crime de uso de informação privilegiada. Como se viu anteriormente, no capítulo relativo à evolução do tema no direito americano, há uma respeitável corrente que, inclusive, se posiciona contrariamente à incriminação do *insider trading*, entendendo que essa conduta não influi negativamente no mercado de valores, pensamento compartilhado por setores dogmáticos na Espanha⁵¹⁵ e na Itália⁵¹⁶.

⁵¹² Vid. ARROYO ZAPATERO, Luis: “Actualidad político criminal del Derecho penal económico en España”, em *Estudios de Derecho Penal Económico*, Dir. ARROYO ZAPATERO, Luis/TIEDEMANN, Klaus, Universidad de Castilla-La Mancha, 1994, p. 16.

⁵¹³ De acordo com ARROYO RODRÍGUEZ, Antonio y VAQUERO LAFUENTE, María Esther: “La ética en el uso de la información privilegiada”, em *ICADE*, nº 64, Madrid: 2005, p. 227.

⁵¹⁴ Vid. Principios Político Criminales que inspiran el tratamiento de los Delitos contra el Orden Socioeconómico en el Proyecto del Código Penal Español de 1994, em *Revista Brasileira de Ciências Criminas*, vol. 11, São Paulo: 1995, p. 12; MUÑOZ CONDE, Francisco: *Derecho Penal, Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 450.

⁵¹⁵ Assim: ARROYO ZAPATERO, Luis: “El abuso de información privilegiado em el derecho español vigente y en el Proyecto de Código Penal”, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*, Jornadas en Honor del Profesor Klaus Tiedemann, Madrid: 1995, p. 61, defende a ideia de que deve permanecer apenas o crime previsto no artigo 442 CP, devendo-se punir as

No modelo em que se permite ao *insider* comercializar com base na informação privilegiada que detém, é lógico concluir que o indivíduo tentará segurar a vantagem que possui por mais tempo, em evidente prejuízo aos fornecedores, clientes, investidores externos e outras pessoas que, por ignorar a existência da informação relevante durante longo período, certamente tomarão decisões pouco eficientes.

Considerando-se, assim, esta percepção comum de que o *insider trading* é entendido como a conduta irregular de quem *desfigura as regras do jogo conhecendo o resultado*⁵¹⁷, tem-se que a exigência de observância da regra *revelar ou se abster*⁵¹⁸, na visão de alguns doutrinadores, é um compromisso a ser buscado entre a ausência de regulação do mercado - que tende a suprimir a informação valiosa -, e uma visão mais reguladora que se esforça para a divulgação completa da informação, que deve ser de *domínio eminentemente privado*.

demais condutas apenas com sanções administrativas graves; QUINTANAR DÍEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, p. 29, que, diante da ausência de utilização do preceito em processos criminais na Espanha ao longo de 10 anos, conclui pela impossibilidade de aplicação do tipo penal; BAJO FERNÁNDEZ, Miguel y BACIGALUPO SAGGESE, Silvina: *Derecho Penal Económico*, Madrid: 2010, pp. 578-581, os quais classificam de *lamentável* o antecedente do artigo 285 do CP, existente no RD 279/1984 e entendem que o artigo 285 CP é desnecessário, por considerarem suficientes as punições ao delito praticado por funcionários públicos (art. 442 CP) e as sanções do Direito Administrativo sancionador da Ley de Mercado de Valores para coibir as condutas de *insider trading*.

⁵¹⁶ Vid. CARRIERO, Giuseppe: “Insider trading”, em *Argomenti di Diritto degli Intermediari e dei Mercati Finanziari*, pp. 347-351, o qual conclui que a existência de uma única condenação na Itália até o ano 2000, considerando a existência de lei criminalizando a conduta desde 1991 (legge nº 157/1991), é um dado que revela a insubsistência do ilícito. Na aludida condenação, proferida pelo Tribunal de Roma, em 23.5.96, que ficou conhecido como caso Busielo, em que um funcionário de Banco aconselhou diversas vezes a dois amigos próximos que efetuassem aquisição de títulos de um Banco, estando o funcionário em posse de informação privilegiada sobre uma eminente fusão dessa instituição bancária, já aprovada, mas não revelada ao público. Houve condenação porque a aquisição e revenda do título se deu em um tempo restrito e esta última ocorreu quando já se tornara pública a difusão da informação sensível, porém antes de o mercado se estabilizar.

⁵¹⁷ Cfr. SEMINARA, Sergio: “El Nuevo Delito de *Insider Trading* en el Ordenamiento Jurídico Italiano”, em *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*, Dir. Carlos Martínez-Buján Pérez, A Coruña, 1998, p. 147.

⁵¹⁸ Essa regra do Mercado de Valores foi estabelecida inicialmente pela SEC e depois acabou sendo incorporada pela quase totalidade dos Estados. Significa que quem detém informação relevante sobre uma empresa pode escolher entre torná-la pública ou abster-se de negociar.

Portanto, entendemos que as decisões tomadas pelas pessoas externas à empresa que estão alheias à informação de que é detentor o *insider*, serão mais eficientes atuando no modelo *revelar ou se abster*, do que em um mercado livre de qualquer regulação⁵¹⁹. Do mesmo modo, uma empresa que atua no modelo em que a prática do *insider* é liberada, teria um incentivo para revelar o mínimo de informação e o mais tardiamente possível, de modo a maximizar as oportunidades de obtenção de lucro com a informação privilegiada. É evidente que um atraso na divulgação da informação pelas empresas faria o mercado de ações menos eficiente⁵²⁰.

A SEC americana concluiu, assim como a Suprema Corte dos EUA e o Congresso americano, que o efeito inevitável da divulgação seletiva de informações é a *perda da confiança* dos investidores individuais na integridade dos mercados, por perceberem que certos participantes têm uma vantagem injusta e que o mercado é indevidamente manipulado contra eles⁵²¹. A SEC afirmou, ainda, que estudos econômicos têm dado suporte à visão de que o *insider trading* reduz a liquidez, aumenta a volatilidade do mercado de ações, e pode aumentar o custo de capital⁵²².

A doutrina americana, com a qual estamos de acordo, endossa essa visão, elencando duas características do mercado de ações que são frequentemente

⁵¹⁹ Vid. LEVMORE, Saul: “In defense of the regulation of Insider Trading”, em *Harvard Journal of Law & Public Policy*, vol 11, 1988, pp. 103-4.

⁵²⁰ Ver DENT JR., George W.: “Why legalized Insider Trading would be a disaster”, em *Delaware Journal of Corporate Law*, 2013, p. 272; BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo: *Abuso de Informação, Manipulação do Mercado e Responsabilidade Penal das “Pessoas Colectivas”*. “Tipos Cumulativos” e Bens Jurídicos Colectivos na “Globalização”, Lisboa: 2015, p. 308.

⁵²¹ Vid., de forma analógica ao crime de uso de informação privilegiada, dada a similitude, SCHÜNEMANN, Bernd: “El Principio de Protección de Bienes Jurídicos como Punto de Fuga de los Límites Constitucionales de los Tipos Penales y de su Interpretación”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, p. 221, o qual, analisando o bem jurídico do crime de Estafa de Inversão de Capitais no Código Penal Alemão - (§264ª StGB) segundo o qual há incriminação de informações falsas ‘frente a um grande círculo de pessoas’, no que tange à decisão de investimento – entende que se deve qualificar a ‘transparência do mercado de capitais’ como bem jurídico (confiança) coletivo autônomo, cabendo ao Direito Penal intervir por razões de política criminal.

⁵²² Exchange Act Release nº 43154, 73 SEC Docket 3 (2000).

invocadas no debate sobre a necessidade de regulamentação do *insider trading*: exatidão no preço das ações e liquidez do mercado de ações. Tais características são importantes para a eficiência na alocação de capital e para determinar o custo do capital e, portanto, em última análise, para o crescimento econômico⁵²³.

A expansão penal neste setor é vista, por parte da doutrina, como uma tendência diante do crescimento da criminalidade econômica⁵²⁴ e também porque é senso comum o intuito das Constituições modernas em atribuir aos poderes públicos a função de *modelar* a economia de mercado como forma de consagração dos princípios protegidos em cada Carta Constitucional e que digam com a garantia de igualdade de todos em um Estado de bem estar social⁵²⁵, que alguns sintetizam na fórmula “Estado social e democrático de Direito”⁵²⁶.

É imperioso consignar, ademais, que o contexto de crise econômica vivenciado desde 2008 na Europa, jogou luzes sobre essa discussão, fazendo pender em definitivo a balança no sentido da necessária tutela penal das condutas que podem afetar o mercado financeiro na sua pior versão, que são as práticas de abuso de mercado. Prova disso encontra-se na sucessão de Diretivas e no Regulamento que, de modo constante, buscaram envolver os EEMM na visão comunitária da UE de proteger o mercado de valores mobiliários. Portanto, a par de uma inequívoca opção política, criminalizar a conduta do uso de informação privilegiada tornou-se uma necessidade sob o aspecto da proteção dos mercados financeiros, de modo global, como se verificou na realidade europeia e norteamericana.

⁵²³ Ver BENY, Laura Nyantung: “Insider Trading Law and Stock Markets around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate”, em *J. Corp. L.* n° 2, 2007, pp. 245-256.

⁵²⁴ Neste sentido: FOFFANI, Luigi: “Politica Criminale Europea e Sistema Finanziario: L'Esempio Degli Abusi di Mercato”, em *Diritto Penale Contemporaneo*, Revista Trimestrale, 3-4/2014, Milano, p. 70; RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo: *Estudios de Derecho Penal Económico*, Navarra: 2009, p. 201.

⁵²⁵ Vid PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 58-59.

⁵²⁶ Cfr. expressão utilizada por MIR PUIG, Santiago: *Direito Penal – Fundamentos e Teoria do Direito*, Tradução Cláudia Viana Garcia e José Carlos Nobre Porciúncula Neto, São Paulo: 2007, p. 80. Vid., também, GRACIA MARTÍN, Luis: *El Derecho penal ante la globalización económica*, ob. cit., p. 9, sobre o surgimento do conceito de Estado social como uma fórmula para corrigir desequilíbrios profundos gerados pela existência de um conceito liberal que concebia a sociedade completamente apartada do Estado.

E. O USO DA INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA: DELITO PATRIMONIAL OU DELITO ECONÔMICO?

1. A UTILIZAÇÃO ABUSIVA DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA COMO DELITO PATRIMONIAL

Inicialmente, há que se dizer que a determinação do bem jurídico protegido na tipificação criminal do *uso de informação privilegiada* dependerá do enquadramento da conduta como um crime contra o patrimônio dos investidores - mediante simples lesão aos interesses patrimoniais da sociedade mercantil -, ou contra o mercado de capitais. Essa matização - que não é meramente sistemática, mas um indicador de hermenêutica -, levará o intérprete a acentuar ora o caráter jurídico-privado de seus pressupostos, ora o tratamento de um bem jurídico supra individual autônomo, cuja natureza e fim transcendem o âmbito meramente patrimonial⁵²⁷.

Parte minoritária da doutrina defende a ideia de que o bem jurídico tutelado de forma *mediata* é a confiabilidade que se deve esperar de quem opera do mercado, uma vez que, de modo *imediato*, o que é vulnerado pela prática do *insider trading* é o patrimônio⁵²⁸.

⁵²⁷ Cfr. GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 268.

⁵²⁸ Neste sentido: CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*, Rio de Janeiro: 2008, pp. 5-6 e 127-128. Ver FERNÁNDEZ TERUELO, *Instituciones de Derecho Penal Económico y de la Empresa*, Pamplona: 2013, pp. 42-43, o qual entende que a perda de confiança por parte de investidores, poupadores e sociedade em geral no funcionamento do mercado e no sistema econômico vigente é um grave dano indireto ocasionado pelo delito econômico. Ver, ainda, a posição intermediária de ARROYO ZAPATERO, Luis: “El abuso de información privilegiado em el derecho español vigente y en el Proyecto de Código Penal”, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*, Jornadas en Honor del Profesor Klaus Tiedemann, Madrid: 1995, p. 55, que concorda com a afirmação de que o crime de uso de informação privilegiada “pode provocar prejuicios patrimoniales a titulares de los valores de que es objeto o a los candidatos a negociar con ellos”. Entretanto, assevera que o dano é causado ao próprio sistema, em razão do abalo na confiança dos investidores pela ausência de simetria. Assim, o prejuízo ocorre em relação a todo o sistema econômico.

Essa visão patrimonialista é duramente criticada por maciça doutrina e pela jurisprudência⁵²⁹ porque o objeto da norma não pode ser a proteção do patrimônio dos investidores, uma vez que aqueles possuem uma mera expectativa de ganho, que seria vulnerada com a utilização de informação privilegiada por um *insider*⁵³⁰. De fato, é preciso ressaltar que atualmente as negociações de títulos, valores mobiliários, ou outros instrumentos financeiros ocorre “em mercados organizados, anônimos e massificados”, nos quais apresenta-se difícil a identificação da contraparte do *insider*⁵³¹.

A provocação de dano à sociedade⁵³² a que pertence o *insider*, como bem se pontua, não existe em todos os casos e naqueles em que pode vir a se configurar, caberia o enquadramento da conduta no crime de utilização de segredos

⁵²⁹ Ver, a propósito: Sentencia nº 468/2013 da Audiencia Provincial de Madrid, de 27-05-2013, que negou provimento a apelação interposta contra decisão que condenou um membro do Conselho de Administração e acionista (por meio da empresa SEA MANAGEMENT) da empresa CARTERA HOTELERA S.A., por uso de informação privilegiada.

⁵³⁰ Vid., por todos, ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, Carlos: *Los Delitos Bursátiles*, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Monografía nº 7, Madrid: 2011, pp. 253-254 que, ao efetuar a crítica, afirma que ao se dizer que há vulneração do patrimônio do investidor pela utilização de informação privilegiada, cria-se um nexo causal hipotético, quando se imagina que se não houvesse vendido determinado valor, teria ganhado mais dinheiro. As variáveis, segundo coloca, são muitas, pois o investidor poderia ter vendido a outra pessoa, ao invés de vender ao *insider* e também poderia ter vendido apesar de saber da informação privilegiada.

⁵³¹ Cfr. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006 p. 36.

⁵³² Assim, defendendo a existência de dano à empresa: WAGNER, Robert E.: “Gordon Gekko to the Rescue?: Insider Trading as a tool to combat accounting fraud”, em *University of Cincinnati Law Review*, 2010, p. 988. Contrariamente, WANG, William K. S.: “Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: who is harmed, and who can sue whom under SEC Rule 10b-5?”, em *Southern California Law Review*, 1981, p. 1230, o qual afirma que a existência de dano à reputação da empresa é meramente especulativa; BARTALENA, Andrea: *L’Abuso di Informazioni Privilegiate*, Milano: 1989, p. 18, discorda dessa visão, afirmando que a informação privilegiada não pode ser vista como uma coisa, assimilável a um bem imaterial, tal qual uma *invenção* ou uma *inovação tecnológica*, de forma a constituir o objeto de um direito absoluto. Em sua visão, a informação privilegiada é um bem efêmero, cuja relevância se explica em um arco de tempo razoavelmente circunscrito e que não é suscetível de um gozo generalizado, pois a intervenção de terceiros pode esvaziar o conteúdo da informação e, por conseguinte, levar à perda de seu potencial econômico

empresariais em proveito próprio, em concurso aparente com o crime de uso de informação privilegiada⁵³³.

Por fim, a doutrina não se colocou de acordo, ainda, quanto à natureza do *dano social* que o *insider* causa⁵³⁴. Este dano social é relevante no direito norte-americano para determinar o nível de eficiência da aplicação das normas que regulamentam o tema e também para estabelecer um quadro analítico sobre essas bases de regulamentação⁵³⁵, levando o intérprete da regulamentação lá existente à adoção de um posicionamento quanto à efetiva proteção de interesses privados pela norma.

⁵³³ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 188-190. A autora, entretanto, na p. 203, admite que a atuação do *insider*, por violar a *justiça informativa das cotizações*, ocasiona um dano a toda a coletividade, seguindo a linha estadunidense.

⁵³⁴ Vid. MORAES, Livia Lenz de: “A comparative study of insider trading regulation and its enforcement in Brazil and the U.S.”, em *Revista Jurídica Empresarial*, São Paulo: 2010, p. 175, destaca que de um estrito ponto de vista economicista, o *insider trading* não representa um custo social, porque não há um perdedor para cada vencedor. Assim, não há destruição da riqueza, mas apenas a redistribuição. No entanto, ressalta que na medida em que os investidores externos percebem a existência de prática de *insider trading*, eles anteverão retornos mais baixos ao investir no mercado bursátil e estarão dispostos a pagar menos pelas ações, devido à falta de confiança no mercado. Consequentemente, conclui que a existência da prática de *insider trading* gera aumento no custo do capital acionário. Ver, também, GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, pp. 52-53, quando afirma que o *insider trading* é um fenômeno altamente lesivo que afeta diretamente a ideia de perfeição e, de forma imediata, a ideia de eficiência e transparência do mercado. O autor menciona, ademais, a existência de danos imateriais, com a ocorrência do “efeito fuga”, pelo qual os investidores, ao perderem a confiança na correção e integridade do mercado, afastam deste para realizar investimentos mais seguros. Tudo isso resulta no pior efeito possível, a *falta de liquidez*, com aumento dos custos das transações, deformação dos preços e eliminação da competitividade.

⁵³⁵ Ver O’CONNOR, Marleen A.: “Toward a more efficient deterrence of insider trading: the repeal of section 16 (b)”, em *Fordham Law Review*, 1989-1990, p. 315

Inobstante os debates existentes acerca do dano nos países da Civil Law, utilizando-se as bases do *harm principle*, recolhidas da análise dos precedentes mais relevantes sobre o tema, é possível afirmar que para o direito americano, quatro são os tipos de danos resultantes da prática do crime de *insider trading*, com pequenas variações entre os autores: a) prejuízo aos investidores⁵³⁶; b) perda na eficiência dos mercados de valores⁵³⁷; c) comprometimento da eficiência do

⁵³⁶ Vid. NNONA, George C.: “International Insider Trading: Reassessing the Property and Feasibility of the U.S. Regulatory Approach”, em *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, vol. 27, 2001-2002, p. 207, esclarece que, ainda que a pessoa com quem o *insider* negocia não sofra prejuízo, os subsequentes negociantes são prejudicados, na medida em que, se o *insider* compra, há um movimento ascendente no preço, levando a um aumento de custos para o comprador seguinte, e se o *insider* vende, o preço cai em detrimento dos vendedores subsequentes. Ver, também, PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp.158 e 166, a qual explica que o dano patrimonial, por quem sustenta essa teoria, resultaria no fato de que “o preço recebido por quem vende e pago por quem compra, em relação a quem opera usando informação privilegiada, não se ajusta ao valor real do título”, pois haveria evidente diferença entre a cotização alcançada pelos títulos quando se incorpora ao mercado a informação privilegiada e a cotização desses títulos no momento da venda. Este dano, explica, consistiria em um lucro cessante. Já no caso em que o *insider* vende o título com base em informação privilegiada, deve-se falar em dano emergente, caracterizado pela diferença entre o preço pago a maior e o menor preço resultante quando o mercado conhece a notícia utilizada pelo *insider* para negociar.

⁵³⁷ Segundo O’CONNOR, Marleen A.: “Toward a more efficient deterrence of insider trading: the repeal of section 16 (b)”, em *Fordham Law Review*, 1989-1990, p. 317, é também conhecida como *teoria da carteira de investimentos (investment portfolio theory)*. Conforme NNONA, George C.: “International Insider Trading: Reassessing the Property and Feasibility of the U.S. Regulatory Approach”, em *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, 2001-2002, p. 208, a prática do *insider trading* prejudica o mercado por minar a confiança pública. Em sua raiz, essa afirmação está relacionada com noções de justiça, uma vez que a erosão da confiança pública no mercado se dá pela percepção do público de que a negociação realizada com base em informação privilegiada é injusta. No entanto, difere, segundo o autor, por não enfatizar a desigualdade intrínseca, maldade ou imoralidade do *insider trading*, mas sim o seu efeito, o que é concreto, mais mensurável, e conceitualmente independente da percepção do ato de iniquidade, imoralidade, ou maldade. Essa teoria, explica NNONA, transcende a possível justificação do uso da informação privilegiada no caso-a-caso, consideradas as circunstâncias de cada transação em particular, pois o que se enfatiza é a proibição do *insider trading* como algo significativo, não porque compensa os investidores individuais por perdas identificáveis, mas porque impede o dano econômico de forma geral. Ver, também, PESSANO, Maira Macchi: “Insider Trading: a White collar crime that challenges society”, em *Opinio Jure*, Canoas: 1994, pp. 13-14, a qual destaca que o mercado de valores mobiliários tem um papel importante para a vitalidade e para o crescimento da economia, podendo sua eficiência ser medida pela capacidade que possui de alocar e operar fundos. O sistema de informação em um mercado eficiente, segundo PESSANO, tem que ser capaz de recolher, tratar e difundir a informação relevante. Ver, ainda, BARTALENA, Andrea: *L’Abuso di Informazioni Privilegiate*, Milano: 1989, pp.

mercado⁵³⁸; d) dano à companhia a que pertence o *insider*, por violação ao direito de propriedade⁵³⁹.

Uma das linhas argumentativas do direito de propriedade, portanto – adotada pelo direito americano –, centra-se na ideia de que a informação relevante pertence à empresa que investe recursos no seu desenvolvimento – vista, portanto, como mercadoria – e assim, o *insider* não pode se apropriar dessa informação em seu benefício pessoal⁵⁴⁰, pois uma tal conduta acarretaria danos patrimoniais e à imagem da empresa. Essa conduta do *insider*, como visto no capítulo correspondente, sob a ótica americana, viola os deveres de lealdade (*breach of the duty of loyalty*) e diligência (*breach of fiduciary relationship*).

Nos países da *Civil Law* esta visão de defesa patrimonialista da empresa é criticada majoritariamente porque, inicialmente, o dano à imagem da empresa existe em razão da divulgação de fatos negativos sobre essa na mídia e não deflui propriamente do agir do *insider*⁵⁴¹, o que afastaria a ideia de um “reputational

8-9, ao referir que o fundamento racional da repressão ao *insider trading* vem normalmente cercado da exigência de assegurar a intrínseca *fairness* do mercado mobiliário, ao preservar a confiança do investidor quanto ao respeito às regras essenciais do jogo, o que favorece, em consequência, o afluxo e a melhor alocação dos fundos no mercado – tais considerações, segundo o autor, estão vinculadas à tendência existente quanto a uma progressiva moralização de inúmeros setores da economia. A justificação da regulamentação do *insider trading*, de acordo com BARTALENA, é calcada na contrariedade de tal prática ao *standard* de comportamento que deve informar a conduta de todos os que intervêm no mercado.

⁵³⁸ NNONA, George C.: “International Insider Trading: Reassessing the Property and Feasibility of the U.S. Regulatory Approach”, em *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, 2001-2002, pp. 208-9, esclarece que a eficiência do mercado é afetada porque quem tem o dever de divulgar a informação relevante atrasa sua disseminação, a fim de se beneficiar com a negociação realizada com base nesta, antes que se torne de conhecimento público. Ao mesmo tempo, essa prática distorce a capacidade do mercado para redirecionar recursos prontamente, através do correto preço das ações, para aquelas empresas que, a partir de informações disponíveis, têm as melhores perspectivas de utilização de tais recursos de forma produtiva.

⁵³⁹ Ver O’CONNOR, Marleen A.: *ob. cit.*, p. 315, entende que apenas a ameaça de dano à empresa é suficiente para justificar a criminalização da conduta.

⁵⁴⁰ Neste sentido: NNONA, George C.: “International Insider Trading: Reassessing the Property and Feasibility of the U.S. Regulatory Approach”, em *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, 2001-2002, p. 209; BARTALENA, Andrea: *L’Abuso di Informazioni Privilegiate*, Milano: 1989, p. 16.

⁵⁴¹ Vid. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 188. No mesmo sentido, MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*,

harm”, de difícil consistência⁵⁴². Quanto ao dano patrimonial, é consenso na doutrina a dificuldade em comprovar o nexo causal entre o agir do *insider* e o eventual prejuízo suportado pela empresa⁵⁴³.

Esse enfoque contratualista é partilhado por alguns doutrinadores, sob o argumento de que o agir do *insider* acarreta para a empresa dificuldades de acesso ao capital de investimento, embora não considerem o crime de uso de informação privilegiada como destinado a proteger o patrimônio da empresa⁵⁴⁴, ao mesmo tempo em que percebem a existência de um problema ao se desconectar a proteção do mercado de valores das necessidades dos indivíduos, o que, afirmam, poderia conduzir à criação de delitos artificiais, com objetivos vagos⁵⁴⁵.

Madrid, 2006, p. 147 e MONROY ANTÓN: “El Bien Jurídico Protegido en el Delito de Abuso de Información Privilegiada”, em *Revista de Direito Bancário e Bursátil*, vol. 98, Abril-Junio/2005, p. 60, o qual ainda agrega outro fundamento, no sentido de que se a inteligência da norma fosse a proteção dos interesses da empresa, o mais razoável seria que tivesse um preceito de cunho mercantil e como tal, que fosse integrada ao Direito das Sociedades. O autor, ademais, refere que nos dois casos rumorosos de uso de informação privilegiada julgados na Espanha, os casos Tabacalera e Telefónica, em que pese a ampla difusão na mídia, as cotizações das empresas em nada foram afetadas.

⁵⁴² Cfr. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 36.

⁵⁴³ Ver, por todos: VEGA GUTIÉRREZ, José Zamyra: *Mercado de Valores en Derecho Penal – Abuso de información privilegiada bursátil: “Insider Trading”*, Madrid: 2013, p. 114.

⁵⁴⁴ Vid., neste sentido, GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 130. Entendendo que o direito europeu leva em consideração a lesão de lealdade em relação à empresa emissora dos títulos e que por tal razão a norma protege interesses empresariais: BAJO FERNÁNDEZ, Miguel y BACIGALUPO SAGGESE, Silvina: *Derecho Penal Económico*, Madrid: 2010, pp. 587-588. Considerando que os interesses societários estão protegidos pelo crime de revelação de segredos industriais: GONZÁLEZ CUSSAC, Jose Luis: “El abuso de información Privilegiada”, em *Cuadernos de Política Criminal*, Madrid: 1989, p. 141; GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 278; PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 189-190; TERRADILLOS BASOCO: “Protección Penal del Mercado Financiero”, em *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*, Dir. Carlos Martínez-Buján Pérez, A Coruña, 1998, p. 169; QUERALT JIMÉNEZ, Joan J.: *Derecho penal español. Parte especial*, Barcelona: 2010, p. 616; QUERALT JIMÉNEZ, Joan J.: *Derecho penal español. Parte especial. Manuales de Derecho Penal*, p. 622.

⁵⁴⁵ Ver RUIZ RODRÍGUEZ, Luis Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades en la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 327.

Adotando integralmente essa linha de pensamento ao analisar o crime de uso de informação privilegiada no Código Penal Suíço, Hurtado Pozo⁵⁴⁶ considera que três são os bens jurídicos de ordem patrimonial afetados pelas operações de um *insider*: a) a empresa, que é afetada pela violação ao dever de lealdade que têm as pessoas informadas em razão do cargo que ocupam dentro desta; b) a empresa afetada na sua reputação; c) a empresa que constata o *insider* enriquecer às suas custas e às custas dos acionistas, que não estavam devidamente informados.

Quanto ao dever de lealdade – o qual gera a obrigatoriedade do seu possuidor guardar o segredo de que é conhecedor – aponta-se criticamente⁵⁴⁷ que, embora relevante quando o crime é praticado por alguém pertencente à companhia ou a ela conectado de alguma forma, não abarca, contudo, todas as situações, uma vez que o uso de informação privilegiada pode ser perpetrado por um analista de mercado, ou alguém externo à empresa, que não tem em relação a este dever de fidelidade.

A doutrina italiana afirma que o interesse protegido pela criminalização do *insider trading*, que encontra guarida no artigo 47 da Constituição Italiana⁵⁴⁸, é identificado com a exigência individual e coletiva do investidor realizar uma correta alocação e gestão do próprio investimento, ao que se agrega o valor que deve ter a igualdade de conhecimento entre todos os que operam no mercado⁵⁴⁹.

No Código Penal espanhol, o crime está inserido sob a rubrica dos “relativos al mercado y a los consumidores”. Essa opção nos leva a entender que o

⁵⁴⁶ Vid. HURTADO POZO, José: “El Delito de Explotación de Información Privilegiada en el Código Penal Suizo”, em *Hacia un Derecho penal económico europeo*, Madrid: 1995. Também partidários da visão patrimonialista: CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*, Rio de Janeiro: 2008, p. 119; QUERALT JIMÉNEZ, Joan J.: *Derecho penal español. Parte especial*, Barcelona: 2010, p. 616; QUERALT JIMÉNEZ, Joan J.: *Derecho penal español. Parte especial. Manuales de Derecho Penal*, p. 622.

⁵⁴⁷ Cfr. MARTÍN PALLÍN, José Antonio: “Uso de información relevante para la cotización en mercado de valores”, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*, Madrid: 1997, p. 157.

⁵⁴⁸ Art. 47. A República estimula e tutela a poupança em todas as suas formas; disciplina, coordena e controla o exercício do crédito. Favorece o emprego da poupança popular pela aquisição da casa própria, de propriedades agrícolas a ser cultivadas directamente pelos trabalhadores e pelo investimento directo e indirecto nas acções das grandes empresas de produção.

⁵⁴⁹ Cfr. DI AMATO, Astolfo: *Diritto Penale Dell'Impresa*, Milano: 2006, pp. 294-295.

legislador privilegiou a proteção dos interesses dos consumidores e do mercado, em detrimento dos interesses da empresa. E de fato, os interesses da empresa não são objeto de proteção da norma, razão pela qual o debate se dá em relação a saber quais interesses dos consumidores a norma protegeria: seu patrimônio, sua confiança no mercado ou outro⁵⁵⁰. Inequívoca, entendemos, é a intenção do legislador espanhol, em tutelar o mercado – visto como um sistema integrado - e como consequência, está-se diante de um delito econômico, em que pese também proteger o consumidor/investidor de forma indireta⁵⁵¹, como se verá a seguir.

2. A UTILIZAÇÃO ABUSIVA DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA COMO DELITO ECONÔMICO

Determinado segmento da doutrina situa o crime de uso de informação privilegiada no âmbito dos praticados contra a livre concorrência ou o livre mercado – apesar de não vulnerarem diretamente interesses econômicos públicos - e por isso, no escopo do Direito penal econômico em sentido estrito, assim entendido, como já se adiantou, como o conjunto de normas penais que protegem a ordem econômica⁵⁵². Com efeito, sob a rubrica “crimes contra o livre mercado ou contra a

⁵⁵⁰ Vid. MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Madrid, 2006, pp. 134-135.

⁵⁵¹ Vid. FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, p.62.

⁵⁵² Nesse sentido: BAJO FERNÁNDEZ/PÉREZ MANZANO/SUÁREZ GONZÁLEZ: *Manual de Derecho Penal. Parte Especial. Delitos patrimoniales y económicos*, ed. Centro de Estudios Ramón Areces, p. 563; BAJO FERNÁNDEZ, Miguel y BACIGALUPO SAGGESE, Silvina: *Derecho Penal Económico*, Madrid: 2010, p. 587. Ver, também, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte General*, Valencia: 2016, pp. 146-147, quando analisa a aparente falta de rigor legislativo em contemplar no Título XIII do CP, entre os Delitos contra o patrimônio e contra a ordem socioeconômica, no Capítulo XI, os delitos relativos à propriedade intelectual. Afirma o autor que goza de grande apreço na doutrina a ideia de albergar alguns crimes econômicos sob a rubrica Direito penal da livre “concorrência econômica”, como já reconhecido em outros países, que aglutinasse os “delitos relativos a la propiedad industrial” e os “delitos relativos al mercado y a los consumidores”. Desse modo, da forma como se configura o Capítulo XI, entende que se deve divisar quatro grupos distintos quanto ao bem jurídico tutelado: delitos contra a propriedade industrial, delitos de concorrência desleal, delitos contra os consumidores e delitos contra a liberdade de concorrência e contra o livre mercado. Neste último é que se insere o crime de uso de informação privilegiada.

livre concorrência” estão as infrações que se destinam a garantir primordialmente *a própria existência do mercado e da concorrência*, considerados essenciais para o funcionamento da economia de mercado⁵⁵³.

No direito brasileiro, o crime de uso de informação privilegiada está albergado na denominada Lei das Sociedades por Ações⁵⁵⁴, criada para fortalecer o mercado de capitais.

As Diretivas europeias sobre o tema, examinadas no capítulo segundo, também tiveram por escopo tutelar o mercado de capitais, destacando-se dos considerandos da Diretiva 89/592/CEE, de 13 de novembro de 1989 que “o mercado secundário de valores mobiliários deve desempenhar um papel fundamental no financiamento dos agentes econômicos” e “para que o mercado possa desempenhar o seu papel de forma eficaz, devem ser tomadas todas as medidas com vista a assegurar o seu bom funcionamento”, o que depende, em grande medida, “da confiança que inspire aos investidores”, no sentido de que “estão colocados num plano de igualdade e que serão protegidos contra a utilização ilícita da informação privilegiada”.

Há quem entenda que⁵⁵⁵, independentemente do bem jurídico especificamente tutelado por esse crime, tem-se afetada, de um lado, a ordem socioeconômica (em sentido geral, uma vez que cria a desconfiança do sistema financeiro) e de outro, o patrimônio concreto do conjunto de investidores que têm suas expectativas econômicas prejudicadas com o uso de informação privilegiada por parte de algumas pessoas.

⁵⁵³ Vid. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, p. 338; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal. Parte Especial*, 5ª ed, coord. J. L. González-Cussac, Valencia: 2016, p. 431.

⁵⁵⁴ No item 4 da exposição de motivos da Lei nº 6.404/76, constou a motivação para edição do aludido diploma legal: “O projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário ao setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade”.

⁵⁵⁵ Cfr BENÍTEZ ORTÚZAR, Ignacio Francisco: “El uso de información relevante para la cotización en el mercado de valores. Relevancia jurídico-penal del “Insider Trading””, em *Estudios Penales en Homenaje al Profesor Cobo del Rosal*, Madrid: 2005, pp. 83-84.

Embora seja praticamente impossível distinguir as vítimas de qualquer ato particular de *insider trading*, a doutrina anglo-saxã identifica nesse tipo de prática uma situação que *deve causar dano aos investidores externos de forma coletiva*⁵⁵⁶. Essa compreensão, contudo, é muito difícil de trasladar para o direito continental, dada a inexistência de um dano concreto a outro investidor, decorrente da atuação do *insider*, pois lucrar ou não com o investimento faz parte da regra do mercado.

A ampla maioria doutrinária, com efeito, situa o foco de proteção da norma penal de uso de informação privilegiada em um *bem econômico*⁵⁵⁷, de *natura coletiva*⁵⁵⁸. Os bens coletivos, para recordar a visão de SCHÜNEMANN⁵⁵⁹, compreendem as “condições transindividuais de uma convivência próspera, que variam a depender do estágio de desenvolvimento de determinada sociedade”, de modo que “seja atingido um bem de que todos precisam e que deve ser para todos garantido”. Essa é a situação que se identifica no crime de uso de informação pri-

⁵⁵⁶ Ver DENT JR., George W.: “Why legalized Insider Trading would be a disaster”. *Delaware Journal of Corporate Law*, 2013, p. 260; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Jacobo: “El Abuso de Información Privilegiada”, em *Curso de Derecho Penal Económico*, dir. Enrique BACIGALUPO, Madrid: 2005, pp. 360-361, ao analisar o tema no direito espanhol, entende que, ao circunscrever-se ao âmbito bursátil a proteção do bem jurídico no crime de uso de informação privilegiada, deve-se remeter a resolução das questões patrimoniais dos investidores à aplicação dos crimes de *estafa*, quando presentes elementos como *engano*, *erro*, *ato de disposição e prejuízo patrimonial*.

⁵⁵⁷ Nesse sentido: COSTA PINTO, Frederico de Lacerda da: “Crimes Econômicos e Mercados Financeiros”, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, São Paulo: 2002, p. 43; PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 166; MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, p. 308; FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo: ¿Transformación del Derecho Penal por la protección de la estabilidad financiera internacional como bien jurídico global? em *La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, AFDUAM, nº 12, Madrid: 2012, p. 115.

⁵⁵⁸ Assim: FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, p. 63; BARJA DE QUIROGA: “El Abuso de Información Privilegiada”, em *Curso de Derecho Penal Económico*, dir. Enrique BACIGALUPO, Madrid: 2005, p. 362, o qual enfatiza que se deve perseguir um critério coletivista e por consequência, a formulação penal deve se realizar sobre a base do delito de perigo abstrato, ressaltando que, ainda que o patrimônio do particular seja afetado, não é esse, de forma imediata, o bem jurídico a ser protegido.

⁵⁵⁹ Vid. SCHÜNEMANN, Bernd: “O direito penal é a ultima ratio da proteção de bens jurídicos! – Sobre os limites invioláveis do direito penal em um Estado De Direito liberal”, em *RBCCrim*, Tradução Luis Greco, São Paulo: 2005, p. 14.

vilegiada, pois o mercado de valores, no atual estágio social em que nos encontramos, deve ser protegido por ser um bem que interessa a todos os países, para o fortalecimento de suas políticas econômicas, como já se viu no contexto americano, no europeu e no brasileiro.

Assim, é necessário concluir com GÓMEZ INIESTA⁵⁶⁰ que o objeto de proteção da norma deve ser um *bem jurídico supra individual*, independentemente do que ocorrer com os interesses patrimoniais, ou seja, tem primordial relevância o dever de informar e por trás dele então, a reclamação de danos e prejuízos, a anulação do contrato por dolo e a devolução dos benefícios ilicitamente obtidos pelo *insider*.

F. BEM JURÍDICO TUTELADO

Coincidimos com o pensamento de quem defende a legitimidade da intervenção jurídico-penal a partir do exercício da função social do Direito⁵⁶¹, que consiste em garantir aos cidadãos uma existência pacífica, livre e socialmente segura, sempre que esse propósito não possa ser alcançado com outras medidas menos restritivas da liberdade dos cidadãos. Por essa razão, o Estado deve garantir com os instrumentos jurídico-penais tanto as *condições individuais* para tal coexistência, mas também as *instituições estatais adequadas* a esse fim – dentre as quais incluímos um sistema de mercado de valores forte e seguro.

Nesse escopo devem ser objetos legítimos de proteção das normas penais todas as circunstâncias da realidade que afetam a vida do cidadão ou prejudi-

⁵⁶⁰ Cfr. GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 268. No mesmo sentido: FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 37, quando afirmam que o bem jurídico protegido com a tutela do crime de abuso de informação é *complexo e poliédrico*, pois o que está em causa é a própria existência do mercado de valores mobiliários enquanto um sistema conectado, e não o mercado visto como justaposição de situações individuais; FOFFANI, Luigi: “Protección del crédito, la bolsa y ahorro”, em *Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea*, dir. Klauss Tiedemann, coord. Adán Nieto Martín, Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha, p. 113.

⁵⁶¹ Vid. ROXIN, Claus: *A proteção de bens jurídicos como função do Direito Penal*. Org. e Trad. André Luís Callegari e Nereu José Giacomolli, pp. 16-18.

cam o convívio na sociedade, o que ROXIN denomina “finalidades necessárias para uma vida segura e livre, que garanta a todos os direitos humanos e civis de cada um na sociedade ou para o funcionamento de um sistema estatal que se baseia nestes objetivos”, que abrange, portanto, bens jurídicos individuais e coletivos, sob a perspectiva crítica da legislação⁵⁶².

Naturalmente, diante da discussão doutrinária que cerca o tema dos crimes econômicos, a qual já foi exposta no capítulo anterior, não ocorre diferente com a definição do bem jurídico tutelado no crime de uso de informação privilegiada, o qual nada mais é do que uma subespécie daquele.

1. CORRETO FUNCIONAMENTO DOS MERCADOS

Quando houve a transposição, já assinalada, da economia industrial para a economia financeira, tornou-se evidente que um mau funcionamento do mercado e sua insujeição ao controle político da economia minaria os próprios fundamentos da reconstrução do sistema político como democrático⁵⁶³. Compreendeu-se, ademais, que os mercados de valores deveriam ser o reflexo da ordem econômica, sob pena de se configurar uma distorção da realidade econômica do país respectivo⁵⁶⁴.

Assim, o correto funcionamento do mercado é identificado por parte da doutrina como o objeto *jurídico supra individual difuso* de proteção da norma, caracterizado, em concreto, no respeito ao princípio da igualdade de oportunidades dos investidores⁵⁶⁵.

⁵⁶² Cfr. ROXIN, Claus: *A proteção de bens jurídicos como função do Direito Penal*. Org. e Trad. André Luís Callegari e Nereu José Giacomolli, pp. 18-20.

⁵⁶³ Ver DI AMATO, Astolfo: *Diritto Penale Dell'Impresa*, Milano: 2006, p. 247.

⁵⁶⁴ Vid. MARTÍN PALLÍN, José Antonio: “Uso de información relevante para la cotización em mercado de valores”, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*, Madrid: 1997, p. 157.

⁵⁶⁵ Nesse sentido: MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 354; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal. Parte Especial*, 5ª ed, coord. J. L. González-Cussac, Valencia: 2016, p. 431; ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, Carlos: *Los Delitos Bursátiles*, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Monografía nº 7, Madrid: 2011, pp. 77 e 265; QUINTANAR DÍEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, p. 40; SUÁ-

Determinado segmento doutrinário tece críticas a essa visão que encontra na eficácia do mercado o objeto de proteção da norma, afirmando ser esse um argumento simbólico, que tem como consequência formalizar regras para dar a impressão subjetiva de que se vive em um mundo seguro e, de outra parte, possibilitar que se incremente alguns elementos para alcançar certa segurança, justamente sobre aquelas condições que possibilitam o livre curso do mercado. Assim, afirma-

REZ GONZÁLEZ, Carlos: Comentarios a los delitos relativos al mercado y a los consumidores, em *Comentarios al Código penal*, Rodríguez Mourullo (dir.)/Jorge Barreiro (coord.), Madrid: 1997, p. 822; ARROYO ZAPATERO, Luis: “El abuso de información privilegiada en el derecho español vigente y en el Proyecto de Código Penal”, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*, Jornadas en Honor del Profesor Klaus Tiedemann, p. 55. Vid., também, von HIRSCH, Andrew: “El Concepto de Bien Jurídico y el Principio del Daño”, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Madrid: 2007, pp. 43 e 52, o qual afirma que embora o bem jurídico, por si, não possa configurar uma teoria adequada da criminalização, entende suscetível de reconhecimento como bem jurídico a ser tutelado criminalmente as entidades puramente fáticas ou relações funcionais, exemplificando com ‘a possibilidade de funcionamento do mercado de capitais’; BARJA DE QUIROGA: El Abuso de Información Privilegiada, em *Curso de Derecho Penal Económico*, dir. Enrique BACIGALUPO, Madrid: 2005, p. 362; BONILLA PELLA, José: Abuso de Información privilegiada, em *Memento Práctico Penal Económico y de la Empresa 2001-2012*, Coord. ORTIZ DE URBINA GIMENO, Íñigo, Santiago de Compostela: 2011, p. 597; BENÍTEZ ORTÚZAR, Ignacio Francisco: *Comentarios al Código Penal*, Tomo IX., dir. Manuel COBO DEL ROSAL, Madrid: 2005, p. 349; MENDOZA BUERGO: “Delitos relativos a los mercados y a los consumidores – Abuso de Información Privilegiada”, em *Memento PENAL 2016*, coord. MOLINA FERNÁNDEZ, Fernando, Ed. Francis Lefebvre, Madrid: 2015, marginal 12036; COLMENERO MENÉNDEZ DE LUARCA, Miguel: Código Penal Comentado, Tomo I, dir. C. CONDEPUMPIDO FERREIRO, coord. P. DÍAZ MARTÍNEZ, Barcelona: 2012, P. 1044; FARALDO CABANA, Patricia: *Comentarios al Código Penal*, dir. Manuel GÓMEZ TOMILLO, Valladolid: 2011, p. 1102; CORCOY BIDASOLO e GÓMEZ MARTÍN: *Manual de Derecho Penal, Económico y de Empresa – Parte General y Parte Especial*, Tomo 2, Valencia: 2016, p. 319, o qual identifica o objeto de proteção do delito com o normal funcionamento do mercado e a igualdade de armas entre inversores e operadores da Bolsa; GÓMEZ LANZ, Javier: “Derecho Penal y Mercado de Valores”, em *Derecho de la Regulación Económica. II Mercado de Valores*, dir. Antonio JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, coord. Daniel Buno ENTRENA RUIZ, Colección dirigida por Santiago NUÑOZ MACHADO, Madrid: 2009, p. 588, partilha desse entendimento mas agrega na proteção da norma penal também a tutela do patrimônio individual dos investidores alheios à informação privilegiada; SANTANA VEGA, Dulce María: “Abuso de la Información Privilegiada”, em *Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte General y Parte Especial*. Tomo 2, dir. Mientxu CORCOY BIDASOLO y Víctor Gomez Martín, coord. Celia DIAZ MORGADO, Valencia: 2016, p. 320.

se que essa conjugação de coisas levaria à aplicação do poder político interno e externo, mas não à obtenção de um estado de segurança pessoal⁵⁶⁶.

Há também variações da defesa do correto funcionamento do mercado, pois para alguns, identifica-se o bem jurídico tutelado com o cumprimento do dever de lealdade, honradez e transparência que deve reger as relações de todos quantos intervenham no mercado de valores e que, em definitivo, contribuem ao seu bom funcionamento, entendendo-se, assim, que a quebra do dever de lealdade na atuação do interveniente é que deve ser incriminada como ilícito penal⁵⁶⁷.

Inobstante as críticas, o espírito da Diretiva 2014/57/UE, em sua primeira experiência criminal rumo à harmonização dos EEMM em matéria de abuso de mercado, é o de *proteger o mercado financeiro europeu*.

MIGUEL BAJO busca no atual artigo 17 (antigo artigo 13) da LMV⁵⁶⁸ – ao descrever as atribuições da CNMV - os elementos essenciais a serem tutelados pela norma, tendo o mercado como objeto de proteção, em uma tríplice vertente: a

⁵⁶⁶ Nesse sentido: TAVARES, Juarez: “Globalización, Derecho Penal y Seguridad Pública”, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Barcelona: 2005, pp. 312-513; PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 198-201, a qual critica a utilização dos elementos ‘confiança dos investidores’, ‘liberdade de participação’ e ‘transparência’, comumente utilizados para indicar o *correto funcionamento dos mercados de valores*, porque afirma que carecem de concreção. Ademais, assevera que o correto funcionamento dos mercados pode ser afetado por outras condutas, como a manipulação das cotizações. Assim, conclui que o bem jurídico a ser protegido pela norma que veda o uso de informação privilegiada é a *justiça informativa das cotizações*, que coloca a *informação publicamente difundida* como base da livre concorrência entre os investidores. Em que pese a profundidade da argumentação, com ela não podemos concordar, pois a *justiça informativa* está relacionada à obrigação primeira do mercado de valores, que é o próprio dever de informar. Não constitui, assim, em nossa visão, um bem jurídico a ser tutelado, pois diz com a própria existência do mercado de valores, que tem a informação como pilar de transparência.

⁵⁶⁷ Ver JERICÓ OJER, Leticia: “Utilización de información privilegiada en el ámbito del Mercado de Valores”, em *Derecho Penal de la Empresa*, Directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Cordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Navarra: 2002, p. 189.

⁵⁶⁸ Art. 17. (...) 2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines.

transparência do mercado, os preços e os investidores⁵⁶⁹ destacando, entretanto, que também é objeto de proteção *indireta* a lealdade frente ao emitente dos valores, uma vez que o artigo 285 do Código Penal espanhol inclui como sujeitos ativos do delito tanto os empresários do setor bursátil, quanto os profissionais da empresa emitente dos valores (conselheiro, acionista, diretor, assessor, entre outros).

Por outro lado, expressivo segmento da doutrina entende que o correto funcionamento do mercado de valores é o objeto de proteção da norma⁵⁷⁰ que se concretiza no respeito ao princípio da igualdade de oportunidades dos investidores.

⁵⁶⁹ Nesse sentido: MIGUEL BAJO: *Uso de Información Privilegiada*, en *Cuadernos de Derecho Judicial: Empresa y Derecho Penal II*. Consejo General del Poder Judicial, Madrid: 1999, p. 133; BAJO FERNÁNDEZ, Miguel y BACIGALUPO SAGGESE, Silvina: *Derecho Penal Económico*, Madrid: 2010, p. 587; PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 122. Ver, também, LÓPEZ LOZANO, Miguel Angel: “Información Privilegiada em los Mercados de Valores. Aportaciones de la Jurisprudencia de los Estados Unidos”, em *La Ley*, p. 1365, para o qual os interesses suscetíveis de proteção penal são a adequada fixação de preços, a confiança geral no mercado e a segurança das transações.

⁵⁷⁰ Assim: MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 354; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal. Parte Especial*, 5ª ed., coord. J. L. González-Cussac, Valencia: 2016, p. 431; ARROYO ZAPATERO, Luis: “El abuso de información privilegiado em el derecho español”, em *Estudios de Derecho Penal Económico*, vol. 18, Colección Estudios, Editores Luis Arroyo Zapatero e Klaus Tiedemann, Cuenca: 1994, p. 70; HERNÁNDEZ SAINZ, Esther: “La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada”, em *Actualidad Penal*, nº09, Madrid: 1997, p. 188; QUINTANAR DÍEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, p. 40; CALDERÓN SUSÍN, Eduardo: “El abuso de Información Privilegiada em el Mercado de Valores”, em *Cuadernos de Derecho Judicial: Delitos Socioeconómicos em el Nuevo Código Penal*, Madrid: 1996, p. 230; PAZ RUBIO, Jose María: El tráfico de influencias y la información privilegiada, em *Cuadernos de Derecho Judicial: la nueva delincuencia*, p. 187; ESCRIBUELA CHUMILLA, F. Javier: *Todo Penal*, Madrid: 2011, p. 1027. Contrariamente: CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*, Rio de Janeiro: 2008, p. 5; TERRADILLOS BASOCO, Juan M.: “Protección Penal del Mercado Financiero”, em *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*, Dir. Carlos Martínez-Buján Pérez, A Coruña, 1998, pp. 168 e 170, o qual entende que se trata de um delito de resultado lesivo contra interesses econômicos individuais, materializado na obtenção de benefícios ou na causação de prejuízo, logo, rechaça a ideia de identificação de um bem jurídico coletivo ou difuso, afirmando que não pode ser entendido como bem jurídico o *correto funcionamento do mercado de valores*; RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo: “La criminalización del uso de información privilegiada entre el sí y el no”, em *Anales de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación*, nº 37, Madrid: 2007, p. 603, entende justificada a incriminação do uso de informação privilegiada, considerando a elevada categoria dos interesses implicados – bom funcionamento do mercado de valores para o sistema econômico-financeiro e a idoneidade do

Importante referir que um dos primeiros julgados existentes na Espanha sobre o crime de uso de informação privilegiada foi a Sentença do Tribunal Supremo 1.136/2010, de 21 de dezembro, conhecida como *Caso Tabacalera* que, embora tenha, a final, reconhecido a prescrição dos crimes imputados, fez importante consideração sobre o bem jurídico que entende tutelado pelo artigo 285 CP, afirmando que deve ser identificado no bom funcionamento do mercado, em condições de transparência e com garantia de igualdade de oportunidades para todos os investidores.

Ao analisar-se o sistema brasileiro, também é possível depreender que o bem jurídico protegido é a integridade do mercado de valores mobiliários, enquanto mercado indispensável para o funcionamento da economia, mas também porque, de acordo com a doutrina, e tendo por base o que estabelece a Constituição Federal brasileira, “é o próprio mercado de valores mobiliários que, no integrar o sistema financeiro – e desempenhar no seu interior a relevante função de financiador da economia e do bem estar social que o crescimento econômico pode alavancar – agrega o valor correspondente à dignidade da tutela penal”⁵⁷¹.

O Regulamento da UE, já mencionado anteriormente, fez uma opção política pela regulação do abuso de mercado – na esteira das anteriores Diretivas que disciplinavam a área - e sintetiza quais são os bens jurídicos tutelados pela normatização europeia, em relação ao crime de uso de informação privilegiada:

“A questão de saber se uma pessoa infringiu a proibição do abuso de informação privilegiada ou tentou cometer abuso de informação privilegiada deverá ser analisada à luz do objetivo do presente regulamento, que consiste em proteger a integridade do mercado financeiro e reforçar a confiança dos investidores, baseada, por seu lado, na garantia de que os

uso da informação privilegiada para perturbar esse funcionamento – e assim, afirma que o *bem jurídico difuso* é identificado com *a igualdade de oportunidades, a confiança dos investidores e o bom funcionamento do mercado*.

⁵⁷¹ Nesse sentido, LEITE FILHO, José: “Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada”, em *RBCCrim*, nº 60, São Paulo: 2006, p. 99. Contrariamente: CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*, Rio de Janeiro: 2008, p. 5; MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, p. 320.

investidores se encontram em pé de igualdade e protegidos da utilização ilícita de informação privilegiada”⁵⁷².

Afirma-se, inclusive, que se as normas da União Europeia estabelecem um marco ao regular âmbitos materiais concretos, isso deve ser levado em conta pelos ordenamentos dos EEMM, se o bem jurídico protegido é objeto de regulação da União⁵⁷³.

De sua parte, o TJUE, ao julgar o caso *Spector Photo Group NV e Chris Van Raemdonck contra Commissie voor het Bank – Financie - en Assurantiewezenen* (CBFA), processo nº C-45/08, em 23-12-2009, assentou que a finalidade da Diretiva 2003/6, ao lutar contra os abusos do mercado, é de proteger a integridade dos mercados financeiros e reforçar a confiança dos investidores - confiança que reside, segundo aponta, no fato de os investidores serem colocados em pé de igualdade e protegidos contra a utilização ilícita da informação privilegiada⁵⁷⁴.

É ponto de convergência, ademais, a conclusão de que as Constituições contemporâneas nos países democráticos protegem a economia de mercado, em que qualquer cidadão pode atuar com o objetivo primordial de obter riquezas, de onde é possível concluir que proteger os investidores quanto à confiança que devem ter no mercado é um dos objetivos efetivamente perseguidos pela criminalização do *insider trading*⁵⁷⁵, embora não seja o único.

É interessante mencionar, quanto ao ponto, que no Código de Valores Mobiliários de Portugal, no artigo 30, n. 2, há um princípio de proteção dos investidores não institucionais, com uma dupla vertente: protege direitos subjetivos concretos dos investidores individualmente considerados; e estabelece medidas de

⁵⁷² Considerando nº 24 do Regulamento 2014/596/EU.

⁵⁷³ Vid. QUINTERO OLIVARES, Gonzalo/GONZÁLEZ BONDIA, Alfonso/FALLADA GARCÍA-VALLE, Juan Ramón: “La construcción del bien jurídico protegido a partir de la Constitución”, em *Derecho Penal Constitucional*, dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Jordi JARIA I MANZANO, Valencia: 2015, p. 116.

⁵⁷⁴ Acesso, em 31-10-2015, ao sítio eletrônico <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=77184&pageIndex=0&doclang=pt&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=883844>

⁵⁷⁵ Ver, neste sentido, RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 328.

proteção do público, assim visto como a comunidade de interesses necessária à economia e ao mercado – que tanto pode dizer respeito a um conjunto de pessoas, como os efetivos investidores, ou tão somente ao investidor potencial⁵⁷⁶. E essa proteção tem razão de ser, uma vez que o mercado não deve ser visto como um mero destino de troca de bens e produtos, mas sim como uma instituição dotada de regras próprias, constituída de um conjunto de garantias destinadas às pessoas que nela atuam⁵⁷⁷.

2. CONFIANÇA DOS INVESTIDORES NO MERCADO

Na visão de alguns⁵⁷⁸, ainda, o bem jurídico protegido identifica-se com a segurança das transações, a adequada fixação de preços e o sistema bursátil enquanto elemento central de uma economia de mercado - o que poderia ser traduzido pela *confiança* do investidor no mercado de valores, regido que é pela igualdade de oportunidades⁵⁷⁹.

⁵⁷⁶ Cfr. NASCIMENTO RODRIGUES, Sofia: *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Coimbra: 2001, p. 20.

⁵⁷⁷ Ver PAZ FERREIRA, Eduardo: “A informação no mercado de valores mobiliários”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra: 2001, p. 140.

⁵⁷⁸ Assim: LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Jacobo: “El Insider Trading”, em *ADPCP*, Madrid: 1993, p. 1034; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Jacobo: “El Abuso de Información Privilegiada”, em *Curso de Derecho Penal Económico*, dir. Enrique BACIGALUPO, Madrid: 2005, p. 337; MORALES PRATS, Fermín: Comentários a la Parte Especial del Derecho Penal, dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Fermín MORALES PRATS, 10ª ed., Navarra: 2016, p. 179 da edição eletrônica; MORALES PRATS, Fermín: Comentários al Código Penal Español, Tomo II, dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Fermín MORALES PRATS, 6ª ed., Navarra: 2011, pp. 343-4; MARTÍNEZ GARAY, Lucía/ GUARDIOLA LAGO, María Jesús: Delitos contra el Mercado y los Consumidores, em *Esquemas de la Parte Especial del Derecho Penal (I)*, Tomo XXXII, dir. QUINTERO OLIVARES, G./CARBONELL MATEU, J.C./MORALES PRATS, F./GARCÍA RIVAS, N./ÁLVAREZ GARCÍA, F.J., coord. MANJÓN-CABEZA OLMEDA, A. Y VENTURA PUSCHEL, A., Valencia: 2011, p. 396, afirmam que o bem jurídico protegido pelo artigo 285 do CP é a confiança dos investidores no normal funcionamento do mercado organizado de valores ou instrumentos negociados e a igualdade de oportunidades daqueles que nele intervêm.

⁵⁷⁹ Nesse sentido, ARROYO ZAPATERO, Luis: “El abuso de información privilegiado em el derecho español vigente y en el Proyecto de Código Penal”, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo, Jornadas en Honor del Profesor Klaus Tiedemann*, Madrid: 1995, p. 55, que entende residir na proteção ao mercado o perigo que pode levar à perda da confiança dos investidores, pois o bom funcionamento do mercado depende da confiança que os

Encontra-se, ademais, quem defenda um critério misto⁵⁸⁰, pelo qual o bem jurídico é construído sobre dois pilares: como interesse coletivo ou supra individual, porque causa danos à credibilidade do sistema de mercado de valores; como interesse individual dos investidores efetiva ou potencialmente prejudicados⁵⁸¹.

COSTA PINTO⁵⁸², debruçando-se sobre a tutela jurídica do bem protegido no *insider trading* no direito português, afirma que a norma visa a “proteger a função pública da informação”, traduzida pelo “justo critério de distribuição do

investidores nele depositam; RECALDE CASTELLS, André: “Reflexiones sobre los efectos de la crisis en la regulación del sistema financiero”, em *Estado y mercado en situación de crisis*, p. 126; Cfr. GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 300, para o qual “la confianza de los inversores es un bien jurídico supraindividual que lo caracteriza y particulariza en relación con el resto de delitos, particularidade que reside no unicamente en la infracción de la confianza de los inversores, sino en su objeto, es decir, la confianza de los inversores en el correcto funcionamiento del mercado de valores, con lo cual ya no se está ante un bien meramente institucional que lo convertiría en extremadamente formalizado y de difícil justificación su tipificación penal, como lo sería el considerar que el bien jurídico es aquel que se refiere exclusivamente al ‘correcto’ funcionamiento del mercado de valores”. Contrariamente, ver HEFENDEHL, Roland: De Largo Aliento: El Concepto de Bien Jurídico, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), pp. 470-5, o qual analisa que o elemento *confiança* não é, por si, um bem jurídico, senão uma parte deste. Assim, afirma que a *confiança* pode ser *combinada* com outro bem, que é o objeto da *confiança*, exemplificando com a *confiança* na segurança da moeda. Respondendo a críticas, assevera que a *confiança* é um conceito fático, descritivo de um estado psíquico de alguém e que, precisamente por isso, a *confiança* em um objeto de *confiança* deve ser vista como um objeto eventualmente lesionável.

⁵⁸⁰ Quanto a identificar o bem jurídico protegido com o bom funcionamento do mercado e a *confiança* dos investidores no mercado de valores, embora entenda que apenas a conduta do funcionário público deveria ser punida como abuso de informação privilegiada, ver ARROYO ZAPATERO, Luis: El abuso de información privilegiado em el derecho español vigente y en el Proyecto de Código Penal, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*, Jornadas en Honor del Profesor Klaus Tiedemann, Madrid: 1995, p. 55. Há matizações quanto à adoção parcial dessa linha de pensamento. Assim, RODRÍGUEZ RAMOS, “Protección Penal del Mercado Financiero”, em *Derecho Bancario y Bursátil*, Madrid: 2012, p. 697, entende que o bem jurídico protegido se subdivide em três: os interesses da economia em geral, o abuso de *confiança* em relação à empresa na qual ou para a qual trabalha o iniciado e a violação do princípio da igualdade de oportunidades no mercado.

⁵⁸¹ Cfr. GONZÁLEZ CUSSAC, Jose Luis: “El abuso de información Privilegiada”, em *Cuadernos de Política Criminal*, Madrid: 1989, p. 141; GONZÁLEZ CUSSAC, José Luís/ MATA-LIÍN EVANGELIO, Ángela/ORTS BERENGUER, Enrique/ROIG TORRES, Margarita: *Esquemas de Derecho Penal. Parte Especial*, p. 202.

⁵⁸² Vid. PINTO, Frederico de Lacerda da Costa: *Crimes econômicos e mercados financeiros*, pp. 43-4.

risco do negócio no mercado de valores mobiliários”, revelando seu pensamento no sentido de que a norma incrimina uma situação de distorção da livre concorrência por assimetria, no que se refere ao uso de informação relevante. Assim, quem utiliza informação privilegiada para transacionar no mercado de valores não corre os mesmos riscos a que estão sujeitos os demais investidores, e que são inerentes ao mercado. De acordo com essa visão, o bem jurídico a ser tutelado no crime de uso de informação privilegiada deve ser identificado na organização e funcionamento do mercado de valores mobiliários – de forma a manter a *igualdade entre os investidores e a confiança desses no mercado*.

Segundo já se afirmou, o bem jurídico tutelado pelo crime de uso de informação privilegiada em muito se assemelha ao que é protegido no crime socioeconômico de consumo e por isso, é classificado por alguns como um bem coletivo imaterial, ou institucionalizado ou espiritualizado, tendo por sujeito passivo uma coletividade difusa de investidores ou a própria comunidade em geral⁵⁸³.

A crítica à eleição do bem jurídico confiança dos investidores reside na descrença de que o mercado seria abalado pela perda de confiança de um único investidor⁵⁸⁴ entendendo-se que seria necessária uma sucessão de infrações para configurar tal abalo. Essa linha argumentativa afirma que os investidores apenas perdem a confiança no mercado quando nele não obtêm benefícios, mas não pelo uso de informação privilegiada. Não concordamos com essa conclusão, porque a depender da proporção da negociação realizada por um único investidor, o escândalo pode ser de tal ordem que abale profundamente a confiança dos investidores naquele mercado. Entendemos que o critério não é tangível o suficiente para ensejar a criação do tipo penal, porque é difícil concretar em todos os casos de insider trading esse abalo na confiança dos investidores. O argumento da proteção da confiança do investidor é válido se compreendido no contexto da proteção da integridade dos mercados, mas não como critério autônomo de proteção do bem jurídico.

⁵⁸³ Vid. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, pp. 354-355; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal. Parte Especial*, 4ª ed, coord. J. L. González-Cussac, Valencia: 2015, p. 429.

⁵⁸⁴ Ver ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, Carlos: *Los Delitos Bursátiles*, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Monografía nº 7, Madrid: 2011, pp. 256-257.

3. IGUALDADE DE OPORTUNIDADES DOS INVESTIDORES

Já se consignou no capítulo primeiro que o fundamento da igualdade dos investidores foi amplamente utilizado pela doutrina americana para sentar as bases de uma proibição à atuação do *insider trading*⁵⁸⁵. Muitos doutrinadores na Espanha se decantaram pela tese de que as operações realizadas no crime de *insider trading* causam danos à igualdade de oportunidades dos investidores^{586 587}.

Os motivos que levam as legislações a protegerem os investidores podem ser sintetizados em fundamentos que se complementam, segundo a doutrina⁵⁸⁸, nos seguintes: a) o *interesse* público coincidente com a formação e captação

⁵⁸⁵ Isso se deu no julgamento do caso Cady, Roberts & Co. - 40 SEC. 907(1961).

⁵⁸⁶ Neste sentido: RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo: “La utilización abusiva de información privilegiada em el mercado de valores ante el Derecho Penal”, em *Poder Judicial, Nuevas formas de delincuencia*, Madrid: 1988, p. 247; SÁNCHEZ GUILARTE, J. e TAPIA HERMIDA, A.J.: “El abuso de información privilegiada (“insider trading” y operaciones de iniciados)”, em *RDBB*, p. 766; MUÑOZ CONDE, Francisco: *Derecho Penal, Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 450; GONZÁLEZ CUSSAC, Jose Luis: “El abuso de información Privilegiada”, em *Cuadernos de Política Criminal*, Madrid: 1989, p. 140; GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 269; MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Madrid, 2006, pp. 142-3; RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Comentarios al Código Penal*, dir. L. ARROYO ZAPATERO/I. BERDUGO GÓMEZ DE LA TORRE/J.C. FERRÉ OLIVÉ/N. GARCÍA RIVAS/J.R. SERRANO PIEDECASAS/J.M^a. TERRADILLOS BASOCO, coord. A NIETO MARTÍN/A.I. PÉREZ CEPEDA, pp. 632-3; BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo: *Abuso de Informação, Manipulação do Mercado e Responsabilidade Penal das “Pessoas Colectivas”*. “Tipos Cumulativos” e Bens Jurídicos Colectivos na “Globalização”, Lisboa: 2015, p. 151; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial*, Valencia: 2015, pp. 354-355, concreta ainda mais essa ideia ao afirmar que o crime de uso de informação privilegiada deve ser visto como um delito de natureza dogmática similar aos delitos socioeconômicos de consumo, que se considera ‘individualizável’, em que se tutela a liberdade de participação dos investidores no mercado de valores, incluindo os potenciais participantes deste mercado. No Brasil, também compartilham de igual ponto de vista: BREDA, Juliano e BITENCOURT, Cezar Roberto: *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional & Contra o Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro: 2011, p. 383.

⁵⁸⁷ Cfr. RODRÍGUEZ RAMOS, Luis: *Código Penal Concordado y Comentado*, dir. RODRÍGUEZ RAMOS, coord. MARTÍNEZ GUERRA, Madrid: 2011, p. 1125, ao referir que o Tribunal Supremo decidiu acolher a posição sustentada por CALDERÓN SUSÍN, o qual entende a conformação do bem jurídico neste crime mediante a concorrência de três critérios, a saber: o funcionamento do mercado de capitais, o abuso de confiança em relação à empresa na qual trabalha o iniciado e a violação do princípio de igualdade de oportunidades.

⁵⁸⁸ Vid. NASCIMENTO RODRIGUES, Sofia: *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Coimbra: 2001, pp. 23-29.

da poupança em um dado mercado, como já se ressaltou anteriormente; b) a *necessidade de segurança no investimento e confiança nos mercados*, que possibilitem a tomada de decisão dos investidores em um ambiente estável e no qual os riscos podem ser corretamente avaliados; c) garantia de igualdade entre os investidores, mediante regulamentação das atividades prejudiciais de terceiros em detrimento daqueles; d) necessidade de conferir proteção jurídica ao investidor do mercado de capitais, visto sob a perspectiva de um consumidor^{589 590} - em relação na qual este é gênero daquele – que adquire bens (valores mobiliários) e ao qual o Estado deve assegurar condições simétricas e igualdade informativa.

⁵⁸⁹ Assim, NASCIMENTO RODRIGUES, Sofia: *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Coimbra: 2001, p. 31, esclarece que embora não haja uniformidade doutrinária acerca deste fundamento, é correto considerar o adquirente de valores mobiliários, que é um investidor sob o aspecto econômico, como um consumidor do ponto de vista jurídico, sempre que atuar de modo não profissional. Ver, também, GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 319, que coincide com essa visão de identificar nos pequenos investidores verdadeiros “consumidores de valores negociáveis, de serviços prestados por Sociedades e Agências de Valores, de fundos de investimento mobiliário etc”, que seriam as reais vítimas diante de posições econômico-financeiras ‘dominantes e privilegiadas’. RAMÓN RUIZ, Luis: “El Abuso de Información Privilegiada en Derecho Español”, em *La Regulación del Mercado de Valores (Estudio de Derecho Peruano y Español)*, coord. RUÍZ RODRÍGUEZ/REYNA ALFARO/TERRADILLOS BASOCO/PORTOCARRERO ZAMORA, Lima: 2001, p.102, afirma que a intervenção do Direito penal nesta matéria deve se dar não em função da gravidade quantitativa do dano causado, mas sim em razão das características das funções exercidas pelo sujeito ativo do delito, porquanto a falta de lealdade de quem abusa da informação enseja maior proteção dos interesses de quem atua no mercado e não tem acesso à informação privilegiada. Ver, ainda, BENÍTEZ ORTÚZAR, Ignacio Francisco: *Comentarios al Código Penal*, Tomo IX., dir. Manuel COBO DEL ROSAL, Madrid: 2005, p. 341, para o qual o crime de uso de informação privilegiada afeta, de um lado, a ordem socioeconômica (por criar a desconfiança no sistema financeiro) e de outro, o patrimônio concreto do conjunto de investidores que têm prejudicadas suas legítimas expectativas econômicas, ao desconhecer a informação privilegiada de que alguns são detentores.

⁵⁹⁰ Ver SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Navarra: 2008, pp. 542-543, o qual coloca em dúvida o enquadramento dos investidores como um autênticos consumidores, dado que aqueles são personagens que, “de forma habitual toman posiciones en mercados monetarios o en los de renta fija o variable y luego van cubriendo riesgos derivados del mercado, de la variación de los tipos de interés, o cualquiera otro, para no hablar de momento de aquellos más generales derivados, en su caso, de los incumplimientos en cadena en el supuesto de crisis sistémica”. Assim, SÁNCHEZ ANDRÉS não identifica nesses investidores consumidores típicos, pois na maioria das vezes, são identificados com intermediários profissionais que utilizam recursos próprios ou alheios na negociação de títulos, ou então os tradicionais especuladores da Bolsa, ou ainda, o que é mais comum atualmente, investidores institucionais ou entidades gestoras de carteiras.

Inobstante alguns posicionamentos contrários a esse critério⁵⁹¹, garantir uma situação de igualdade entre os participantes no mercado de valores é especialmente relevante, porque este é um setor da economia sensível a especulações, rumores e qualquer tipo de notícia que possa afetar o ânimo de quem negocia ações⁵⁹², a par de a informação ser considerada como o *substrato ético* do mercado⁵⁹³. Entretanto, embora essa preocupação esteja latente na compreensão do crime em exame, entendemos que não é o objeto primeiro a ser protegido, mas acaba sendo abarcada pela intenção em se proteger a integridade dos mercados. Em nossa visão, a integridade do mercado pressupõe que todos tenham acesso a ele em igualdade de condições.

TIEDEMANN entende que ao criminalizar a conduta de *insider trading*, o legislador deve levar em conta a existência de prejuízo para a própria empresa do autor do fato⁵⁹⁴ e para os participantes do mercado, mas principalmente, deve proteger o bem jurídico coletivo e instrumental da *igualdade de oportunidades na economia de mercado*⁵⁹⁵. A própria eficiência informativa, que será detalhada mais adiante, somente se consegue mediante a participação de todos no mer-

⁵⁹¹ Contrariamente à eleição da igualdade de oportunidades como bem jurídico, vid. ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, Carlos: *Los Delitos Bursátiles*, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Monografía nº 7, Madrid: 2011, pp. 259-260.

⁵⁹² Cfr. MUÑOZ CONDE, Francisco: *Derecho Penal, Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 450. Ver PAZ FERREIRA, Eduardo: “A informação no mercado de valores mobiliários”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra: 2001, p. 147, o qual afirma que a intervenção do Estado no domínio da informação que circula nos mercados de valores mobiliários resulta, simultaneamente, da necessidade de defesa do mercado e da promoção da equidade nos mercados financeiros.

⁵⁹³ Vid. MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, p. 332.

⁵⁹⁴ Esta visão de existência de um prejuízo à empresa é a que vigora no direito anglo-saxão, como será visto mais adiante, por se considerar que a informação relevante é propriedade da companhia e que, utilizando-a indevidamente, o *insider* quebra o dever de confiança/lealdade que tem para com esta. Contudo, não é possível aplicar esse entendimento nas legislações brasileira e espanhola, que punem outros sujeitos (*outsiders*) além dos que possuem a relação fiduciária com a empresa (*insiders*) e também porque raramente o *insider* que faz uso da informação privilegiada a divulga ao mercado.

⁵⁹⁵ Cfr. TIEDEMANN, Klaus: *Leciones de Derecho Penal Económico (comunitário, español, alemán)*, p. 240; TIEDEMANN, Klaus: *Manual de Derecho Penal Económico. Parte General y Especial*. Coords. de Tradução Manuel ABANTO VÁSQUEZ e Adán NIETO MARTÍN, Valencia: 2010, p. 381.

cado e, se os intervenientes no mercado não se sentirem seguros, optarão por realizar outros investimentos⁵⁹⁶.

O legislador brasileiro decidiu normatizar o dever de observância de práticas comerciais *equitativas* no mercado de valores mobiliários em alguns dispositivos legais, a saber: artigo 4º, VII⁵⁹⁷, artigo 9º, V e artigo 18, II, “b”, todos da Lei nº 6.385/76 (Lei da CVM).

Tal a preocupação do governo brasileiro em assegurar a igualdade de condições dos investidores no mercado de valores, que a CVM, então inspirada pela filosofia norte-americana, editou a Instrução nº 8, em 08/10/1979 para conceituar prática não equitativa, no inciso II, “b”, punindo o uso de tais práticas com falta grave: “ d) *prática não equitativa* no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação”. A vedação dessa prática tanto pode ser empregada no crime de *insider trading* quanto no de manipulação do mercado, no contexto das práticas abusivas de mercado⁵⁹⁸.

⁵⁹⁶ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 141.

⁵⁹⁷ Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: (...)

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: (...)
V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;

Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários: (...)

II - definir:

(...) b) a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores;(...)

⁵⁹⁸ Vid. BREDÁ, Juliano e BITENCOURT, Cezar Roberto: *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional & Contra o Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro: 2011, p. 365, que entende aplicável a regra ao crime de mercado de capitais, pois a manobra fraudulenta gera posição de desequilíbrio entre os investidores, alterando o regular funcionamento do mercado. Observamos, entretanto, que a parte final da alínea “b” do artigo 18 da Lei nº 6.385/76 (Lei

Contudo, considerando que, paradoxalmente, caracteriza-se o mercado de valores mobiliários pela diversidade informativa existente entre os investidores que nele atuam⁵⁹⁹, a ideia de criminalizar o uso de informação privilegiada visa a garantir que o mercado de valores mobiliários se pautar por regras próprias e, portanto, como já afirmamos, não se restrinja a tutelar a igualdade dos investidores quanto ao nível de informação que recebem, já que é uma característica do mercado essa disparidade.

Nessa linha, para alguns doutrinadores, a igualdade dos investidores e a consecução de um mercado de valores transparente e crível são os elementos que asseguram uma atividade de investimento nos moldes preconizados pela Constituição⁶⁰⁰.

Entretanto, muitas críticas são dirigidas a esta postura. Uma delas, reside no fato de que jamais existirá a proclamada igualdade real no mercado de valores, porque nele coexistem grandes e pequenos investidores⁶⁰¹. Outra das críticas frequentes à supervalorização da igualdade de informação reside no fato de que poderia inibir ou desencorajar a investigação profissional - de informações por analistas financeiros, especuladores de bolsa, profissionais de mercado, por exem-

da CVM) - *práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores* – pode, perfeitamente, ser aplicada às hipóteses de *insider trading*.

⁵⁹⁹ Cfr. JALIL, James P.: “Proposal for Insider Trading Regulation After the Fall of the house Enron”, em *Fordham J. Corporation & Fin. L.*, 2003, vol. 8, pp. 689-690. O autor destaca que as capacidades de suporte e de pesquisa variam muito entre os diferentes tipos de investidores e exemplifica com a disparidade de situação existente entre um investidor ordinário e um grande analista financeiro, na medida em que este terá mais facilidade de acesso ao executivo responsável pelo controle financeiro de uma empresa (CFO). No mesmo sentido: PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 180-181, ao discordar que exista dano à igualdade de acesso dos investidores à informação, afirma que a desigualdade seria provada pela não divulgação do fato relevante, mas não pela sua utilização no mercado. Menciona que há duas limitações sobre a teórica igualdade ao acesso da informação: é atenuada pela existência de privilégios informativos inerentes ao funcionamento e à estrutura do mercado de valores; essa “igualdade” somente pode se referir à informação cuja divulgação seja obrigatória legalmente. Logo, conclui que o provável dano apenas poderia ocorrer sobre uma igualdade *sui generis* e restrita.

⁶⁰⁰ Nesse sentido, ver RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 330.

⁶⁰¹ GONZÁLEZ CUSSAC, Jose Luis: “El abuso de información Privilegiada”, em *Cuadernos de Política Criminal*, Madrid: 1989, p. 141.

plo – cuja atividade não consistiria em um ilícito e sem dúvida, caracteriza-se por disparidade informativa em relação à contraparte⁶⁰². E nesse particular, é importante consignar que a *United States Securities and Exchange Commission* (conhecida no mercado de valores norte-americano como "SEC" ou "Commission"), desde os anos 1980, tem estimulado e reconhecido a importância da participação de analistas no mercado⁶⁰³. No entanto, a SEC preocupa-se sobremaneira com a divulgação corporativa seletiva de informações aos analistas, antes mesmo que ocorra a divulgação pública da informação, pois isso sim poderia comprometer a lisura do mercado.

Um outro senão, apontado ao sistema legal que hipervaloriza a informação, é que acaba por encorajar ou forçar a revelação de todos os negócios, projetos e planos futuros da empresa, o que pode ser muito prejudicial às atividades desta. Assim, por exemplo, se a empresa divulga todos os seus planos para o futuro, poderá encontrar altos preços para comercializar com fornecedores que controlam bens de essencial importância aos seus objetivos. Claramente, o valor dos planos da empresa, ou da propriedade em geral, cairá se houver necessidade de revelá-los prematuramente, no que se refere à possível minimização dos custos para colocar esse projeto em prática⁶⁰⁴.

⁶⁰² Cfr. CARRIERO, Giuseppe: "Insider trading", em *Argomenti di Diritto degli Intermediari e dei Mercati Finanziari*, Torino: 2000, p. 354.

⁶⁰³ Vid. PESSANO, Maira Macchi: "Insider Trading: a White collar crime that challenges society", em *Opinio Jure*, Canoas: 1994, p. 15: Os intervenientes do Mercado de Valores Mobiliários geralmente são analistas de investimento, administradores financeiros, corretores, dentre os principais profissionais liberais. Tais profissionais são constantemente pressionados pelas instituições e pelo próprio sistema a gerar lucro e, portanto, devem estar aptos a interpretar as informações geradas pelo sistema para melhor aconselhar os investidores. FORTUNA, Eduardo: *Mercado Financeiro: produtos e serviços*, 16ª ed., São Paulo: 2005, p. 562, afirma que a atuação dos investidores institucionais é fundamental para o mercado, pois no contexto, são eles que garantem o nível de estabilidade do mercado. Ver SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Navarra: 2008, p. 546, que, atribui a maciça atuação de profissionais no mercado de valores, chamados no direito estadunidense de *sophisticated investors*, à complexa informação material e técnica (de tipo jurídico ou econômico-financeiro) que deve ser levada ao conhecimento dos destinatários, a fim de embasar a decisão de investimento, ciente de seus riscos e custos, concluindo que esse cenário está muito distante do simples consumidor ou investidor médio.

⁶⁰⁴ Ver LEVMORE, Saul: "In defense of the regulation of Insider Trading", em *Harvard Journal of Law & Public Policy*, vol 11, 1988, p. 102.

Com efeito, o correto preço das ações de uma empresa identifica-se como aquele que reflete as informações específicas desta, tanto quanto possível, considerando-se a lógica de que as empresas podem afetar diretamente o preço de cotização de suas ações por meio da divulgação regular de informações⁶⁰⁵.

Mas a crítica tem lastro, também, no fato de o Direito penal não poder tutelar de forma absoluta todo o sistema econômico, uma vez que nesse é admissível a coexistência legal de monopólios, ou seja, admite-se a existência de áreas não sujeitas à livre concorrência, de forma legalmente constituída⁶⁰⁶.

Por fim, afirma-se que a proteção do investidor constitui um pressuposto do funcionamento do mercado, mas não um bem imediato a ser protegido⁶⁰⁷ e é com esse pensamento que comungamos.

⁶⁰⁵ Vid. BENY, Laura Nyantung: “Do Investors in Controlled Firms Value Insider Trading Laws? International Evidence”, em *Journal of Law, Economics & Policy*, vol. 4, 2008, p. 249; BOYLE, Brian J.: Issues In The Third Circuit – Bright-line rules and inefficient markets: The Third Circuit’s 10b -5 Materiality Doctrine is ripe for revision, em *Villanova Law Review*, vol. 57, 2012, p. 683, ao referir que na década de 1970 se popularizou a ideia de que o preço das ações no mercado de valores deve refletir todas as informações disponíveis, em razão da posição firmada nos julgados da United States Court of Appeals for the Third Circuit. A autora critica essa concepção, afirmando que necessita de revisão, contrapondo o entendimento da Suprema Corte dos EUA datado de 2011 (*Matrixx Initiatives case*) no sentido de que o enquadramento de uma conduta na Regra 10b- 5 deve ser analisado em cada caso concreto, inexistindo, portanto, um padrão (*standard*) aplicável a todos os casos.

⁶⁰⁶ Cfr. GONZÁLEZ CUSSAC, Jose Luis: “El abuso de información Privilegiada”, em *Cuadernos de Política Criminal*, Madrid: 1989, p. 141.

⁶⁰⁷ Ver FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, p. 57.

III. CONCLUSÃO PROVISÓRIA

O meio jurídico se ressentia da inexistência de uma “teoria da legislação penal” embasadora da criação de normas punitivas, que imponha requisitos de procedimento a serem observados na produção legislativa, quer sob o aspecto formal, quanto material⁶⁰⁸.

Como já se expôs neste capítulo, procurou-se, com a elaboração da teoria da proteção do bem jurídico, construir o cenário possível para a criação de tipos penais que contemplassem, ao mesmo tempo, as garantias do autor do injusto e o interesse da sociedade na prevenção e na punição dos comportamentos desviantes.

Em sede de conclusões preliminares, o que se espera tenha ficado claro após a análise feita, é que, inobstante não exista ainda consenso doutrinário acerca de qual bem jurídico é protegido pela norma que criminaliza o uso de informação privilegiada – para uns, o correto funcionamento dos mercados, para outros, a confiança dos investidores no mercado, para certo setor, a igualdade de oportunidades dos investidores e ainda, há os que defendem a proteção dos investidores –, está-se diante da violação de um bem jurídico que vulnera a ordem socioeconômica *lato sensu* e, *stricto sensu*, todos os estudiosos do tema entendem que, em maior ou menor medida, a prática de *insider trading* atinge a *integridade dos mercados*.

São muitos os fatores modernos que impulsionaram o surgimento de novos tipos penais na área da criminalidade econômica, os quais renderiam um trabalho de pesquisa próprio, tal a gama de transformações sociais, políticas, tecnológicas e econômicas vivenciadas nas últimas décadas. Sem dúvida, a criminalização do uso de informação privilegiada nos mercados de valores integra essa conjuntura atribuível, em parte, aos riscos gerados por alguns cidadãos/investidores profissionais, em detrimento de outros que atuam naquele mercado e, em certa medida, pelo risco que condutas abusivas representam para a estabilidade da economia do país.

Veja-se que a lógica da economia capitalista é manter mercados *sem travas* o que, em tese, não teria qualquer liame com a construção de um direito

⁶⁰⁸ Vid. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 205.

penal punitivo, mas por outro lado, não há dúvida que em uma economia de mercado existe um vasto âmbito denominado “Direito penal econômico”

É possível concluir que o crime de uso de informação privilegiada possui natureza econômica e não patrimonial, pois o patrimônio apenas pode ser atingido de forma reflexa e em caráter mediato. Entendemos que imediatamente, o que se viola com a prática abusiva, é, como já se disse, a integridade do mercado de valores, mediante o abalo na confiança que nele depositam os investidores.

Em que pese já se tenha dito anteriormente que as Constituições modernas dos países ocidentais, como regra, instituem e protegem um Estado Social, na prática, desde a crise econômica de 2008, o que se vê é uma atuação estatal voltada à tutela de práticas liberais na economia, mormente em relação às empresas que podem fomentar a circulação da riqueza, em prol da coletividade. Daí a necessidade de se exigir transparência e ética na atuação empresarial e no mercado de valores como um todo, pois a ausência de quaisquer desses elementos pode acarretar enorme prejuízo à sociedade e à economia do país. Está assim, legitimada a intervenção penal para tutela do mercado de valores, que integra um dos aspectos da ordem socioeconômica.

Dito isso, com independência desse debate latente, em nosso juízo, faz-se necessário concluir com JOSE DE FARIA COSTA e MARIA ELISABETE RAMOS⁶⁰⁹ que o bem jurídico protegido pela norma que incrimina o abuso de informação privilegiada constitui uma realidade *polifacetada* ou *poliédrica*, porquanto, de um lado, tutela a confiança dos investidores quanto ao correto funcionamento do mercado e, de outro, protege a decisão econômica individual – ao garantir que foi tomada diante da igualdade de informação assegurada a todos os supostos intervenientes no mercado. Mas a par de tutelar um bem *poliédrico*, a norma incriminadora do abuso de informação tutela um bem jurídico *heterogêneo*, porque abrangente de múltipla composição, a saber, a *confiança* e a *igualdade dos investidores*, que identificamos englobados na ideia de proteção da integridade dos mercados.

⁶⁰⁹ FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, pp. 37-38.

A integridade dos mercados, portanto, é a base de uma economia sólida e atrativa aos investimentos transfronteiriços. Essa visão se torna mais nítida nos períodos de crise econômica, em que as sociedades abertas têm necessidade de captar recursos no mercado de valores para superar as adversidades momentâneas, com possibilidade de alavancar novos negócios e de financiar novos produtos. Para que essa engrenagem funcione, faz-se necessário assegurar aos investidores privados que há ética e lisura nos procedimentos do mercado de valores, sob pena de, em assim não sendo, haver clara opção por outros investimentos considerados mais seguros e confiáveis.

Por ora, basta com afirmar a importância do bem jurídico tutelado pelo crime de uso de informação privilegiada, que identificamos com a *proteção da integridade dos mercados de valores*, na sua dupla vertente: *confiança no correto funcionamento dos mercados* e *garantia da igualdade dos investidores*.

CAPÍTULO SEXTO

CRIME DE *INSIDER TRADING* OU USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

Introdução

A ideia central deste capítulo é analisar, em uma visão geral, a situação em que se encontra normatizada a conduta no crime de *insider trading* nos sistemas jurídicos Espanhol e Brasileiro, iniciando pelo exame das dificuldades hermenêuticas que costumam ocorrer neste delito, como de resto a grande parcela dos crimes econômicos, com a adoção da técnica da norma penal em branco, ou com elementos normativos que obrigam o intérprete a incursionar no exame de normas extrapenais.

Considerando-se a natureza do bem jurídico tutelado, já exposta anteriormente, verificar-se-á que os tipos penais tradicionais existentes em ambos os ordenamentos não eram suficientes para coibir condutas como as que nos dedicamos a estudar neste trabalho, seja pelo desenvolvimento econômico experimentado mundialmente nas últimas décadas, ou em razão do uso de novas tecnologias que aproximaram os mercados de valores mundiais.

O surgimento desta nova forma delitiva deu-se em meio ao processo de globalização que forçou uma maior integração econômica entre os países, com a constituição de um mercado de valores pautado por normas éticas de conduta, uma vez que essa interação acabou revelando a utilização de práticas abusivas quanto ao monopólio informativo de alguns. Como absorver esse componente ético em uma norma jurídico-penal, dentro do contexto de uma dogmática erigida maciçamente de forma contrária à introdução de padrões morais no cenário penal? Qual a dimensão do recurso ao uso das normas extrapenais para integração do tipo penal? Qual a importância prática da definição do bem jurídico protegido pelo crime de uso de informação privilegiada?

Neste apartado, buscando responder a esses questionamentos, será examinada a evolução doutrinária e jurisprudencial do *insider trading*, esta, é bem verdade, restrita ao âmbito dos poucos precedentes existentes sobre o tema tanto na

Espanha⁶¹⁰ quanto no Brasil, traçando-se ao longo da narrativa um comparativo de semelhanças e diferenças entre os dois ordenamentos jurídicos.

Ao final, procuraremos demonstrar uma tendência que se observa nos precedentes relacionados ao uso de informação privilegiada, quanto à utilização da teoria do bem jurídico de forma expressa, por parte dos Tribunais, como ferramenta de interpretação para delimitar o momento da consumação do ilícito, ou para firmar a competência para processo e julgamento. É interessante observar essa mudança de postura dos órgãos judiciais em matéria de criminalidade econômica, provavelmente motivada pela existência de tipos de perigo abstrato, ou pela natureza difusa do bem jurídico protegido, que suscitam muitas dúvidas interpretativas. Essa modificação de padrão de julgamento é salutar e recomendável, principalmente em relação a crimes como o uso de informação privilegiada, que contém elementos normativos pertencentes às áreas econômico-financeira e societária.

⁶¹⁰ A par dos precedentes que serão comentados no decorrer do trabalho, encontramos os seguintes julgados na Espanha que resultaram em absolvição: Auto da Audiencia Provincial de Barcelona **nº 27/2010**, de 04-01-2010, confirma o arquivamento de diligências imputadas, por falta de provas do uso da informação privilegiada, afirmando que “tal conocimiento por sí mismo no constituye elemento típico alguno relacionado con el delito del art. 285 CP, si no es posible relacionarlo con una transmisión de la misma información a quien pudiera aprovecharse de la misma”; Auto da Audiencia Provincial de Barcelona **nº 37/2008**, de 23-01-2007, por entender que a informação reservada não atendia o disposto no artigo 285 do CP, pois dizia respeito a estratégias na contratação e não quanto à cotização de valores; Auto da Audiencia Provincial de Madrid **nº 773/2012**, de 07-11-2012, que confirmou o arquivamento de diligências imputadas, em que se afirmava que o BANCO SANTANDER havia utilizado informação privilegiada para a operação realizada, a qual havia obtido como consequência das estreitas relações que mantinha com o Presidente da INMOBILIARIA COLONIAL, Teodosio, principal acionista no institucional do Banco Santander. Alegava-se que essa informação reservada tinha aptidão para influenciar o mercado bursátil. Afirmava que o BANCO SANTANDER manipulava o preço de cotización das ações de cobertura da INMOBILIARIA COLONIAL, mediante uma venda massiva de títulos que provocou forte queda do seu valor na bolsa. A AP entendeu atípica a conduta imputada; Sentencia de la Audiencia Nacional de Madrid **nº 744/2014**, de 15-01-2014 que, por maioria, absolveu um membro adjunto do Conselheiro Delegado do Banco Santander, por falta de provas quanto à imputação de uso de informação privilegiada; Auto da Audiencia Nacional – Juzgado Central de Instrucción nº 02 de Madrid – **nº 52/2011**, de 30-11-2011, que, acolhendo manifestação do Ministério Público, porque os fatos narrados não constituíam delito, inadmitiu a tramitação de Ação Popular movida contra os responsáveis das Sociedades Mercantis, agências de qualificação creditícia, Moody's España, Fitch Ratings España y Standard and Poor's España – cujas sociedades matrizes são as três mais importantes agências de qualificação creditícia e *rating* em nível mundial, encontrando-se registradas perante a SEC estadunidense -, pela possível comissão de delitos tipificados nos artigos 284 e 285 do Código Penal.

I. EVOLUÇÃO LEGAL

A. DIREITO ESPANHOL

Antes da existência de tipos próprios, como do antigo artigo 368 CP (atual 442 CP) e do artigo 285 CP, houve tentativa de caracterizar o uso de informação privilegiada nas figuras típicas tradicionais, como a estafa e as maquinações para alterar preço das coisas (que impedia a livre concorrência de bens no mercado, de modo genérico)⁶¹¹, seguindo-se um critério de proteção a um bem jurídico de índole patrimonialista⁶¹². As críticas a esse intento foram consistentes em rechaçar a possibilidade de interpretação extensiva daqueles delitos ao uso de informação privilegiada, sob pena de ferir-se o princípio da legalidade⁶¹³.

Assim, inspirado pela Diretiva Comunitária 89/592, o legislador espanhol inseriu no artigo 368 do CP o crime de uso indevido de informação privilegiada, situando-o junto à revelação de segredos e informações por funcionários públicos e autoridades. Entretanto, a prática da conduta de usar informação privilegiada para negociar no mercado de valores não estava prevista na Diretiva e nesse escopo delineado pelo legislador espanhol, a conduta realizada pelo particular, portanto, não era punível.

Com a entrada em vigor do Código Penal de 1995, o anterior delito tornou-se o artigo 442 – agora localizado no *Título XIX, de los delitos contra la Administración Pública* - e criou-se um tipo próprio de abuso de segredos e informações privilegiadas especificamente para o mercado de valores, no artigo 285 do

⁶¹¹ Ver, neste sentido: FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, pp. 64-76; CASTRO MORENO, Abraham e OTERO GONZÁLEZ, Pilar: *El Abuso de Información Privilegiada em la Función Pública*, Colección los Delitos, v. 71, Valencia: 2007, pp. 11-12.

⁶¹² Cfr. GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada em el mercado de valores*, Madrid: 1997, pp. 320-321.

⁶¹³ Vid., a respeito, o estudo de RODRÍGUEZ MOURULLO: “La utilización abusiva de información privilegiada em el mercado de valores ante el Derecho Penal”, em *Poder Judicial, Nuevas formas de delincuencia*. CGPJ, Madrid: 1988, pp. 237 e ss.

Código Penal, para enquadrar a conduta dos indivíduos que não são funcionários públicos⁶¹⁴.

Com a superveniência da Ley Orgánica 15/2003, que modificou o artigo 285 do Código Penal Espanhol, o crime de abuso de informação privilegiada ganhou nova redação⁶¹⁵ e quanto a tal dispositivo é que se restringirá a análise deste trabalho.

B. DIREITO BRASILEIRO

Os ilícitos administrativo e civil de *insider trading* já tinham previsão no ordenamento jurídico brasileiro desde a Lei nº 6.404/76 (Lei das S/A), no artigo 155, §1º. Contudo, considerando que a Lei nº 7.492/86 foi omissa ao disciplinar os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, por não prever as condutas criminosas relativas ao Mercado de Capitais, apenas com a edição da Lei nº 10.303/2001, que introduziu modificações na Lei nº 6.385/76, é que houve o surgimento no cenário jurídico brasileiro do crime de *uso indevido de informação privilegiada*.

As alterações promovidas pela Lei nº 10.303/2001 tiveram por escopo incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais, ao criar condições seguras à capitalização das empresas, democratizando o capital no âmbito societário, o que termina por gerar maior confiança do investidor, bem como, sob o ponto de vista da CVM, tais alterações fortaleceram-na quanto à autonomia política, conferindo-lhe mais atribuições e poderes de fiscalização⁶¹⁶.

⁶¹⁴ Vid. CASTRO MORENO, Abraham e OTERO GONZÁLEZ, Pilar: *El Abuso de Información Privilegiada em la Función Pública*, Colección los Delitos, v. 71, Valencia: 2007, pp. 13-14.

⁶¹⁵ Art. 285 - 1. Quien de forma directa o por persona interpuesta usare de alguna información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o la suministrare obteniendo para sí o para un tercero un beneficio económico superior a 600.000 euros o causando un perjuicio de idéntica cantidad, será castigado con la pena de prisión de uno a cuatro años, multa del tanto al triple del beneficio obtenido o favorecido e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años.

⁶¹⁶ Ver MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, p. 90.

II. PROTEÇÃO PENAL DE FORMA SECUNDÁRIA

O mercado de valores encontra-se integralmente definido em normas administrativas e mercantis e, sobre os conceitos, princípios e demais disposições previstas nesse âmbito, incidem as normas penais. Ou seja, a norma penal nos crimes bursáteis não incide diretamente sobre a realidade, mas sim, de forma secundária, sobre a normatização administrativa, levando à situação de que um tipo penal constitui, antes, um injusto administrativo ou mercantil⁶¹⁷.

A doutrina afirma que modernamente o já referido processo de expansão do Direito penal “provoca a justaposição das funções preventivas do direito penal e do direito sancionatório em geral, tornando-se muito difícil estabelecer diferenças teóricas entre o direito penal e os outros ramos do ordenamento jurídico, especialmente o direito administrativo sancionatório e o direito policial de prevenção de perigos”⁶¹⁸.

Neste ponto entram em exame três princípios limitadores do *ius puniendi* num Estado social⁶¹⁹: o *princípio da utilidade da intervenção penal* – segundo

⁶¹⁷ Ver RODRÍGUEZ MOURULLO: “La utilización abusiva de información privilegiada em el mercado de valores ante el Derecho Penal”, em *Poder Judicial, Nuevas formas de delincuencia*, Madrid: 1988, p. 246, já afirmava o caráter secundário do Direito penal nesse âmbito, mesmo antes da regulamentação que terminou por ser acolhida pelo legislador. Ver, ainda, GÓMEZ LANZ, Javier: “Derecho Penal y Mercado de Valores”, em *Derecho de la Regulación Económica. II Mercado de Valores*, dir. Antonio JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, coord. Daniel Buno ENTRENA RUIZ, Colección dirigida por Santiago NUÑOZ MACHADO, Madrid: 2009, p. 584.

⁶¹⁸ Vid. FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo: “Sobre a “Administrativização” do Direito Penal na “Sociedade do Risco”. Notas sobre a Política Criminal no início do Século XXI”, em *Revista Liberdades – IBCCrim*, Tradução de Bruna Abranches Arthidoro de Castro; revisão de Augusto Silva Dias, São Paulo: 2011, p. 24.

⁶¹⁹ Cfr. MIR PUIG, Santiago: *Direito Penal – Fundamentos e Teoria do Direito*, Tradução Cláudia Viana Garcia e José Carlos Nobre Porciúncula Neto, São Paulo: 2007, pp. 92-3. Vid., também, PRIETO SANCHÍS, Luis: *El Constitucionalismo de los derechos. Ensayos de filosofía jurídica*, Madrid: 2013, p. 195, que traça uma crítica ao Estado social ou intervencionista, que está, segundo afirma, na origem da crise da lei e dos valores da codificação, caracterizando-se como um desafio à qualidade das leis. Isso porque, de um lado, o Direito assume no Estado Social o cumprimento de fins como a direção da economia, a garantia do emprego ou a satisfação de certas necessidades, porém, de outra parte, as obrigações são impostas por normas de natureza positivas que nem sempre especificam o conteúdo obrigacional ou as pessoas que estão sujeitas a sua observância.

o qual o Direito penal serve para evitar delitos, pois a eficácia da pena deve ser aferida quanto a seus êxitos, de evitar a delinquência, e não com base em quem já praticou condutas criminosas -; o *princípio da subsidiariedade* do Direito penal – que legitima a atuação do Direito penal quando outros meios menos lesivos se revelem inócuos, ou seja, quando o Direito penal deve ser a *ultima ratio*; e o *princípio da exclusiva proteção de bens jurídicos* – já visto de forma pormenorizada no capítulo próprio.

Há, entretanto, quem pense não ser sustentável a tese de que o direito penal deve ser empregado *de forma subsidiária e posterior* ao controle efetuado pelas autoridades administrativas⁶²⁰, citando-se como exemplo a regulamentação de mercado de capitais na Alemanha, em que “enquanto o controle administrativo da admissão de novas sociedades de ações na bolsa de valores falhou por completo no exemplo do chamado *Neur Markt*⁶²¹, não conseguindo impedir a gigantesca lesão de cerca de 200 bilhões de euros aos investidores, o livre mercado de capitais que existe ao lado da bolsa é regulado de modo exclusivo e em absoluto menos eficiente pelo direito penal”.

Surgem dessa configuração de coisas cenários com os quais é necessário trabalhar antes de avançar no exame do injusto penal do *insider trading*: a ne-

⁶²⁰ Cfr. SCHÜNEMANN, Bernd: “O direito penal é a ultima ratio da proteção de bens jurídicos! – Sobre os limites invioláveis do direito penal em um Estado De Direito liberal”, em *RBCCrim*, Tradução Luis Greco, São Paulo: 2005, p. 22. Contrariamente, ROXIN, Claus: *Problemas Fundamentais de Direito Penal*, 3ª ed., Tradução de Ana Paula dos Santos Luís Natscheradetz/Maria Fernanda Palma/Ana Isabel de Figueiredo, Lisboa: 1998, pp. 28-29, afirma que o Direito penal *é de natureza subsidiária*, ideia na qual já está compreendido todo um programa de política criminal, o que deve ser deduzido diretamente do sentido da pena; FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 31, os quais afirmam que a tutela penal em matéria de abuso de informação tem sido considerada *necessária e imprescindível*.

⁶²¹ A nota do tradutor do artigo de SCHÜNEMANN, Bernd: “O direito penal é a ultima ratio da proteção de bens jurídicos! – Sobre os limites invioláveis do direito penal em um Estado De Direito liberal”, em *RBCCrim*, Tradução Luis Greco, São Paulo: 2005 - explica tratar-se de um novo segmento da bolsa de valores alemão, criado em 1999 e extinto alguns anos depois, pelas razões de que fala o autor no texto.

cessidade de remissão a outros ramos do Direito, a possibilidade de duplicidade de sanções pelo mesmo fato⁶²² e a existência de eventuais questões prejudiciais⁶²³.

A. INTEGRAÇÃO DA NORMA PENAL POR ELEMENTOS NORMATIVOS E NORMA PENAL EM BRANCO

A doutrina vem destacando há muito tempo o perigo que a existência de lei penal em branco – aquela que deve ser completada por outra para que se alcance a concretude do seu significado⁶²⁴ - e de remissões normativas - existentes quando a norma penal remete a outra extrapenal para completar a descrição da conduta típica⁶²⁵ - representam à vigência do princípio da legalidade, assim compreendido sob a ótica da legitimidade democrática que supõe, e não quanto ao aspecto da previsibilidade de reação estatal ou de garantia da segurança jurídica⁶²⁶.

⁶²² Vid. MUÑOZ CONDE, Francisco e GARCÍA ARÁN, Mercedes: *Derecho Penal, Parte General*, 9ª edición, Valencia: 2015, p. 79.

⁶²³ Ver RODRÍGUEZ RAMOS, Luis: “Protección Penal del Mercado Financiero”, em *Derecho Bancário y Bursátil*, Madrid: 2012, p. 688.

⁶²⁴ Ver, por todos, FAKHOURI GÓMEZ, Yamila: *Delimitación entre error de tipo y de prohibición. Las remisiones normativas: un caso problemático*. Ed. Thomson Reuters, Navarra: 2009, pp. 87. TIEDEMANN, Klaus: *Manual de Derecho Penal Económico. Parte General y Especial*. Coords. de Tradução Manuel ABANTO VÁSQUEZ e Adán NIETO MARTÍN, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2010, p. 99, destaca que é comum encontrar na doutrina a tendência de caracterizar como lei penal em branco a mera remissão legal e, sob tal denominação, pode-se encontrar a maior parte do Direito Penal complementar, já que quase todas as leis econômicas, no plano técnico-espacial, situam-se entre os preceitos e as proibições de Direito econômico que antecedem e as imposições de penas e multa.

⁶²⁵ Assim: ZUGALDIA ESPINAR, José Miguel: *Lecciones de Derecho Penal – Parte General*, dir. ZUGALDÍA ESPINAR, coord. MORENO-TORRES HERRERA, María Rosa, Ed. Tirant lo Blanch, 3ª ed., Valencia: 2016, p. 66; LUZÓN PEÑA, Diego-Manuel: *Lecciones de Derecho Penal. Parte General*, 3ª ed., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2016, p. 59; GÓMEZ RIVERO, Maria del Carmen/ MARTÍNEZ GONZÁLEZ, Maria Isabel/NÚÑEZ CASTAÑO, Elena: *Nociones Fundamentales de Derecho Penal. Parte General*. dir. GÓMEZ RIVERO, Editorial Tecnos, 3ª ed., Madrid: 2015, p. 39; QUINTERO OLIVARES, Gonzalo/MORALES PRATS, Fermín: *Parte General del Derecho Penal*, 4ª ed., Navarra: 2010, pp. 319-320; MORALES PRATS, Fermín: *Comentários al Código Penal Español*, Tomo II, dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Fermín MORALES PRATS, 10ª ed., Navarra: 2016, p. 179 da edição eletrônica; CHOCLÁN, José Antonio/ CALDERÓN, Ángel: *Manual de Derecho Penal. Parte General*, Tomo I, Barcelona: 2005, p. 57.

⁶²⁶ Vid., por todos, GÓMEZ PAVON, Pilar: “Cuestiones Actuales del Derecho Penal Económico: El Principio de Legalidad y las Remisiones Normativas”, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, vol. 48, São Paulo: 2004, pp. 120-121.

FERRAJOLI⁶²⁷ chega a afirmar que em razão da “inflação legislativa” e da indeterminação semântica dos tipos de delito que abriram “espaços incontrolláveis de discricionariedade à iniciativa penal, em contraste com a legalidade”, o modelo da jurisdição como atividade tendencialmente cognoscitiva de aplicação da lei resulta, em parte, ineficaz, porque há um déficit de garantias penais do sistema judicial. O autor externa sua convicção de que o fortalecimento das garantias penais e processuais deve existir como fonte de legitimação do poder judicial e de sua independência, exatamente em razão da amplificação experimentada pelo aumento dos espaços da jurisdição.

A técnica de reenvio é criticada, ainda, pela doutrina italiana⁶²⁸, ao atribuir ao legislador uma *incapacidade* de criminalizar condutas no mercado financeiro e no setor societário segundo critérios racionais de seletividade, proporcionalidade e fragmentariedade, ao ponto de se aludir a um *enxerto* de componentes civilísticos no tipo penal, ao qual necessariamente faz referência.

Entretanto, há de se concluir que no Direito Penal Econômico a adoção de lei penal em branco não só é frequente como é típico, o que pode ser explicado diante das origens desse ramo do direito, que, em tempos de crise, deixava ao administrador, segundo as necessidades vigentes, a possibilidade de editar normas integradoras de leis abertas⁶²⁹.

Segundo LÓPEZ BARJA DE QUIROGA⁶³⁰, os argumentos contrapostos à utilização de normas penais em branco podem ser sintetizados por afetar os

⁶²⁷ Cfr. FERRAJOLI, Luigi: *Democracia y Garantismo*, Ed. Trotta, Madrid: 2008, pp. 216 e ss. Ver, também, a crítica de CARPIO BRIZ, David: *Manual de Derecho Penal Económico y de Empresa. Parte General y Parte Especial*. Tomo 2, dir. Mientxu CORCOY BIDASOLO y Víctor Gomez Martín, coord. Celia DÍAZ MORGADO, Valencia: 2016, p. 20, o qual afirma que a técnica legislativa de remissões usada no direito penal econômico termina por comprometer o modelo constitucional de *ius puniendi*.

⁶²⁸ Vid. FOFFANI, Luigi: “La nueva disciplina penale dell’ “Insider Trading” e delle frodi nel mercato Mobiliare”, em *Rivista Trimestrale di Diritto Penale Dell’Economia*, Padova: 1991, pp. 916-917.

⁶²⁹ Cfr. TIEDEMANN, Klaus: *Manual de Derecho Penal Económico. Parte General y Especial*. Coords. de Tradução Manuel ABANTO VÁSQUEZ e Adán NIETO MARTÍN, Valencia: 2010, p. 99.

⁶³⁰ LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: “El moderno derecho penal para una sociedad de riesgos”, em *Poder Judicial*, Madrid: 1997, p. 300; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: *Tratado de Derecho Penal, Parte General*, Navarra: 2010, p. 361.

seguintes princípios: princípio da reserva de lei orgânica – uma vez que o reenvio se dá a regulamentos emitidos pelo poder executivo⁶³¹; princípio da separação dos poderes, pelos mesmos motivos anteriormente expostos; princípio da taxatividade – por empregar conceitos muito amplos, ambíguos e indeterminados; princípio de competência exclusiva do Estado em matéria penal.

Em matéria penal econômica, verificamos que o aumento do espaço de intervenção judicial quanto ao controle da legalidade dos atos ilícitos – por muitos criticado - bastante se deve à adoção de tipos abertos, ou que necessitam de integração quanto aos elementos normativos. Basta ver o esforço dos Tribunais para delinear a conformação típica em base aos conceitos recolhidos do direito mercantil. Contudo, entendemos tratar-se de um recurso legislativo absolutamente necessário para normatizar determinados crimes de ordem econômica.

Afinal, a expansão do direito penal econômico se deu em contexto de forte densidade regulatória extrapenal, mediante conformação de tipos mais abertos, determinando uma releitura dos conceitos tradicionais do direito penal clássico mediante a inserção das novas tipologias da área econômica, de que é exemplo a determinação do conceito de *risco permitido* em relação ao Direito Administrativo próprio dos setores regulados. De fato, assevera-se que no caso dos tipos configurados como leis penais em branco, resulta evidente que a *permissão administrativa de um risco leva a um espaço de atipicidade penal por risco permitido*, uma vez que, nesses casos, é preciso *ceder à resolução do conflito inerente à tipicidade à Administração, ao invés de efetuar tal ponderação o legislador ou o juiz penal*⁶³². É preciso concluir que as remissões a outras normas, em alguns âmbitos, como no direito penal econômico, são imprescindíveis, uma vez que a regulação detalhada no Código Penal seria casuística⁶³³.

⁶³¹ Vid. ROLDÁN BARBERO, Horacio: *Manual de Derecho Penal. Parte General*, Granada: 2012, p. 36, o qual afirma que a norma penal em branco constitui uma exceção à reserva de lei orgânica, o que só se justifica se o núcleo essencial da proibição estiver suficientemente contido na lei orgânica penal, delegando-se os detalhamentos ao regulamento.

⁶³² Cfr. SILVA SÁNCHEZ, Jesús Maria: *Fundamentos del Derecho Penal de la Empresa*, Madrid: 2013, pp. 9, 16 e 19.

⁶³³ Vid. GIL GIL, Alicia/LACRUZ LÓPEZ, Juan Manuel/MELENDO PARDOS, Mariano/NÚÑEZ FERNÁNDEZ, José: *Curso de Derecho Penal. Parte General*, Madrid: 2011, p. 46.

Outrossim, é pacífico afirmar que nos crimes econômicos, de modo geral, os conceitos jurídicos manejados pertencem, como se disse antes, a outros ramos do Direito. Tais elementos normativos que são incorporados à norma penal devem possuir o mesmo significado para um e outro ramo. É evidente que neste particular a autonomia do Direito penal sofre limitações, ou uma certa relativização⁶³⁴, o que não significa submissão deste ramo do Direito, já que mantém hígida sua autonomia no momento de dizer qual parte daquilo que está regulado nas outras áreas deve ser guindado à categoria de delito.

É consenso doutrinário, ainda, que a regulamentação anti *insider trading* deve ser integrada por um sistema normativo voltado a realizar a transparência da propriedade acionária e assegurar a pronta divulgação dos dados que possam influenciar a cotização dos títulos⁶³⁵.

Há um segmento doutrinário, entretanto, que entende, no que tange à hierarquia das normas, que somente a denominada lei penal em branco em sentido próprio (identificada como aquela de menor rango que a lei orgânica), violaria o princípio da legalidade, porque nesse caso haveria delegação a outra instância não competente em matéria penal. Porém, em matéria de crimes socioeconômicos, não há controvérsia no sentido de que as remissões se dão a leis ordinárias, de comunidades autônomas, regulamentos, atos administrativos, tratados, disposições internacionais e comunitárias, o que levou a doutrina a limitar o problema da lei penal em branco à análise do estabelecimento dos limites constitucionais⁶³⁶.

⁶³⁴ Ver GONZÁLEZ CUSSAC, Jose Luis: “El abuso de información Privilegiada”, em *Cuadernos de Política Criminal*, Madrid: 1989, p. 127.

⁶³⁵ Cfr. BARTALENA, Andrea: *L'Abuso di Informazioni Privilegiate*, Milano: 1989, pp. 13-4, compara a regulamentação do *insider trading* com “a ponta de um *iceberg*, ou a ponta de um mosaico, constituído de um complexo normativo destinado a reduzir a potencialidade de exploração do *gap* informativo e de exercer formas de controle sobre dados que possam ser sintomáticos da ocorrência do fenômeno sancionatório”.

⁶³⁶ Ver GÓMEZ PAVON, Pilar: “Cuestiones Actuales del Derecho Penal Económico: El Principio de Legalidad y las Remisiones Normativas”, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, vol. 48, São Paulo: 2004, p. 122. Ver, também, RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades en la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 207, o qual admite que o princípio da hierarquia das normas não deve ser obstáculo para admissão de leis penais em branco de categoria inferior à lei. Contrariamente: Díez Ripollés, José Luis: *Derecho Penal Español. Parte General en esquemas*, Valencia: 2011, p. 61; CHOCLÁN, José Antonio/ CALDERÓN, Ángel: *Manual de Derecho Penal*.

Por isso, orienta-se a adoção da técnica da acessoriedade limitada ou relativa, pela qual, além dos elementos normativos advindos de outros ramos do direito, devem ser utilizadas pelo direito penal outras circunstâncias que o diferenciam das demais áreas⁶³⁷, ou seja, é mister que o Direito penal contenha a essência do proibido, ainda que se sirva de outros diplomas legais extrapenais para complementar a definição dos elementos normativos⁶³⁸.

Em razão da maior ou menor remissão que se faça a outros setores não penais, a doutrina costuma qualificar o tipo delitivo em norma penal em branco, ou em cinza, ou com algum elemento normativo⁶³⁹. Essa técnica de uso de normas penais em branco, para um segmento da doutrina, embora sujeita a muitas críticas de outros setores doutrinários, se interpretada sob o enfoque garantista, acaba conferindo uma proteção mais efetiva aos bens jurídicos coletivos como os que integram a ordem econômica^{640 641}.

Parte General, Tomo I, Ediciones Deusto, Barcelona: 2005, pp. 57-8; DÍEZ RIPOLLÉS, José Luis: *Derecho Penal Español. Parte General*, p. 56.

⁶³⁷ Neste sentido: MUÑOZ CONDE, Francisco e GARCÍA ARÁN, Mercedes: *Derecho Penal, Parte General*, Valencia: 2015, pp. 80-81; GÓMEZ PAVON, Pilar: “Cuestiones Actuales del Derecho Penal Económico: El Principio de Legalidad y las Remisiones Normativas”, em *RBCCrim*, São Paulo: 2004, p. 120-121.

⁶³⁸ Cfr. FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, p. 79. Vid., também, LUZÓN PEÑA, Diego-Manuel: *Lecciones de Derecho Penal. Parte General*, 3ª ed., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2016, p. 60, que afirma ser preferível o conceito amplo de lei penal em branco, entendendo conveniente que a seleção e descrição da matéria punitiva se faça por normas penais, atendendo aos princípios próprios do Direito Penal, já que os outros ramos do Direito possuem outros critérios. Ver MIR PUIG, Santiago: *Derecho Penal. Parte General*, pp. 74-75, que tece críticas à possibilidade de a norma penal remeter a outro lugar as consequências do delito (pena), por violação ao princípio da legalidade, sempre que se confiar a tarefa a uma norma administrativa de categoria inferior ao requerido para a norma penal, devendo-se deixar exclusivamente ao Parlamento a determinação da pena aplicável.

⁶³⁹ Vid. RODRÍGUEZ RAMOS, Luis: “Protección Penal del Mercado Financiero”, em *Derecho Bancário y Bursátil*, Madrid: 2012, p. 687.

⁶⁴⁰ Entre outros: CUESTA CASTOR, Pablo: *Delitos obstáculo – Tensión entre Política Criminal y Teoría del Bien Jurídico*, Estudios de Derecho Penal Dir. Carlos Maria Romeo Casabona, vl. 42, Editorial Comares, Granada: 2002, p. 102; QUINTERO OLIVARES, Gonzalo/MORALES PRATS, Fermín: *Parte General del Derecho Penal*, Ed. Thomson Reuters, 4ª ed., Navarra: 2010, pp. 326-7. Ver, também, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: *Tratado de Derecho Penal, Parte General*, Navarra: 2010, p. 361, o qual afirma que pode haver maior certeza em uma norma penal em branco do que em certos elementos normativos existentes

A remissão normativa, evidentemente, deve ser utilizada de forma excepcional, quando imprescindível, e sempre que a lei contenha de modo claro e extremo de dúvidas o conteúdo da proibição e a sanção⁶⁴².

Importante destacar que o Tribunal Constitucional Espanhol já se manifestou pela constitucionalidade do uso da técnica legislativa que remete ao uso da norma penal em branco ou com integração de elementos normativos, desde que tal remissão seja expressa, não seja total, que seja indispensável para proteger o bem jurídico e por fim, que o tipo penal contenha elementos concretos⁶⁴³. Ou seja, deixa-se ao regulamento a função de determinação técnica⁶⁴⁴.

No que se refere ao crime de uso de informação privilegiada, o artigo 285 do CP espanhol pune quem age “con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial”, revelando que a intenção do legislador é punir o profissio-

nos tipos penais elaborados mediante a técnica de tipificação clássica; FAKHOURI GÓMEZ, Yamila: *Delimitación entre error de tipo y de prohibición. Las remisiones normativas: un caso problemático*. Ed. Thomson Reuters, Navarra: 2009, p. 96; SILVA SÁNCHEZ, Jesús María: “Legislación Penal sócio-económica y retroactividad de disposiciones favorables: El caso de las “Leyes en Blanco””, em *ADPCP*, 1987, pp. 431 e ss., o qual afirma que somente mediante o uso da norma penal em branco se pode garantir condição de existência de certos bens jurídicos

⁶⁴¹ Ver QUINTERO OLIVARES, Gonzalo/MORALES PRATS, Fermín: *Parte General del Derecho Penal*, 4ª ed., Navarra: 2010, p. 321, que, não obstante concordar que à exceção da base normativa os tipos penais podem necessitar de leis ou normas complementares para sua integração a uma lei de categoria inferior, faz uma crítica à técnica do reenvío quanto a saber qual a norma violada, pois uma vez constatado que a utilização dessa técnica somente pretendia castigar com pena o ilícito administrativo, injustamente se eleva a crime uma conduta que não ataca bem jurídico algum, isso serve como instrumento de abuso do instrumento penal, no interesse do Estado.

⁶⁴² Ver GÓMEZ PAVON, Pilar: “Cuestiones Actuales del Derecho Penal Económico: El Principio de Legalidad y las Remisiones Normativas”, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, vol. 48, São Paulo: 2004, p. 127.

⁶⁴³ Neste sentido, as SSTC 127/1990, 62/1994, 24/2004, 109/2007 e 45/2009. Vid., também, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: *Tratado de Derecho Penal, Parte General*, Navarra: 2010, p. 361; GARBERÍ LLOBREGAT, J./VICENTE MARTÍNEZ, R./DÍAZ-MAROTO Y VILLAREJO, J./ FEIJOO SÁNCHEZ, B.J./BLANCO PEÑALVER, A.: *Práctica Jurisprudencial del Código Penal. Análisis temático y sistemático de Jurisprudencia Penal*, Tomo 1, dir. GARBERÍ LLOBREGAT, Barcelona: 2006, pp. 5-6; GONZÁLEZ CUSSAC, José Luís/ORTS BERENGUER, Enrique: *Compendio de Derecho Penal. Parte General*, p. 105.

⁶⁴⁴ Cfr. LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: *Tratado de Derecho Penal, Parte General*, Navarra: 2010, p. 361.

nal que viola determinados deveres jurídicos decorrentes de sua posição no mercado de valores⁶⁴⁵ e também identifica o objeto material com a *informação relevante para a cotização de qualquer classe de valores ou instrumentos negociados em algum mercado organizado, oficial ou reconhecido*. Não se está diante de norma penal em branco⁶⁴⁶. Cuidam-se de evidentes conceitos normativos do tipo, que remetem à legislação extrapenal⁶⁴⁷. Logo, a norma penal não fornece todos os elementos necessários para a conformação do fato típico, fazendo-se necessário o reenvio tácito às normas administrativas do Título VII da LMV, bem assim, aos regulamentos dela decorrentes e às Diretivas europeias. Em capítulo próprio buscar-se-á esmiuçar os termos desse reenvio.

A exemplo do que ocorre no Direito Penal Espanhol, o crime de Uso de Informação Privilegiada no Brasil contém elementos normativos. Assim, a compreensão do que se deve entender por “valores mobiliários” - expressão constante do tipo penal - deve ser buscada no artigo 2º da Lei nº 6.385/76 (dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a CVM), o qual descreve quais são os valores mobiliários sujeitos ao regime legal. O conceito de *fato relevante*, estabelecido pelo tipo penal, também encontra detalhamento na Instrução da CVM nº 358/2002, o que também será tratado em tópico específico neste trabalho.

É inescapável, portanto, recorrer-se à legislação extrapenal para bem caracterizar os tipos do Direito Penal Econômico⁶⁴⁸, embora em muitos casos se constate que a norma administrativa renuncia ao estabelecimento de um critério regulador autônomo, limitando-se à remissão *ao estado da técnica*, como bem co-

⁶⁴⁵ Vid. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 207.

⁶⁴⁶ Neste sentido, orientou-se a SAP de Madrid 8806/2009 (número de resolução 768/2009).

⁶⁴⁷ Cfr. QUINTANAR DíEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, p. 47; MARTÍN PALLÍN, José Antonio: “Uso de información relevante para la cotización em mercado de valores”, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*, Madrid: 1997, p. 159; ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, Carlos: *Los Delitos Bursátiles*, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Monografía nº 7, Madrid: 2011, pp. 73-74.

⁶⁴⁸ Assim, FAKHOURI GÓMEZ, Yamila: *Delimitación entre error de tipo y de prohibición. Las remisiones normativas: un caso problemático*, Navarra: 2009, p. 95, a qual menciona que há um acordo geral na doutrina quanto à necessidade de utilização de norma penal em branco para proteger determinados bens jurídicos normativizados, os quais dependem de outras normas, dentre os quais se insere a Ordem socioeconômica

locado por SILVA SÁNCHEZ⁶⁴⁹, entendido como a “regulação da autorregulação”, ou seja, a imposição de procedimentos por meio dos quais se estabelece “o estado da técnica” e o modo em que deve expressar-se.

Pode-se afirmar que a utilização de elementos normativos no crime de uso de informação privilegiada, como observa um segmento da doutrina, acaba por levar o intérprete a uma *análise necesariamente casuística* das condutas consideradas abusivas⁶⁵⁰.

B. DUPLICIDADE DE SANÇÕES PELO MESMO FATO

1. ABORDAGEM DO TEMA PELO DIREITO ESPANHOL

De acordo com a teoria do bem jurídico voltada aos crimes econômicos, como se viu alhures, o direito penal somente deveria se ocupar das condutas consideradas mais graves, porém, isso nem sempre evita uma sobreposição de tutela penal e administrativa sobre o mesmo fato.

A doutrina já assinalou que o delito penal e o delito administrativo, ou de polícia, têm um conteúdo material semelhante e a mesma estrutura lógica, assim, entre ambos existem apenas diferenças de grau (quantitativas)⁶⁵¹. Há, contudo, severas críticas ao fato de se eleger como único traço distintivo entre o Direito Administrativo sancionador e o Direito Penal – que compartilham os mesmos princípios informadores em matéria interpretativa – a superação de uma quantidade de benefício ou de prejuízo⁶⁵².

Assim, sempre que houver concomitância de identidade de sujeito, fato e fundamento, bem como quando não há uma relação especial de sujeição entre o

⁶⁴⁹ Vid. SILVA SÁNCHEZ, Jesús Maria: *Fundamentos del Derecho Penal de la Empresa*, Madrid: 2013, p. 22.

⁶⁵⁰ Vid. FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, p. 80.

⁶⁵¹ Assim, CEREZO MIR, José: “Sanções Penais e Administrativas no Direito Espanhol”, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, vol. 2, São Paulo: 1993, pp. 28-31; QUINTERO OLIVARES, Gonzalo/MORALES PRATS, Fermín: *Parte General del Derecho Penal*, Navarra: 2010, p. 62.

⁶⁵² Cfr. QUINTANAR DíEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, p. 16.

agente e a Administração quanto ao fato, estão presentes os pressupostos de aplicação do princípio *ne bis in idem*, de forma a proibir a duplicidade sancionatória⁶⁵³.

Quando isso ocorre, a adoção do princípio do *ne bis in idem* no Direito Espanhol recomenda que o conflito de competências sancionadoras se resolva reservando ao juiz penal a competência para intervir em primeiro lugar, com as seguintes consequências: o expediente administrativo deve ser paralisado até que o juiz conheça os fatos; no caso de se entender pertinente a instauração do processo penal, o expediente administrativo deve ser arquivado e, caso contrário, este seguirá tramitando; diante de sentença penal condenatória não pode haver instauração de um expediente administrativo sobre os mesmos fatos; se o procedimento penal é sobrestado porque a conduta não constitui delito, pode ser instaurado um expediente administrativo sobre os mesmos fatos; se a sentença é absolutória, pode-se voltar a instaurar o expediente administrativo⁶⁵⁴.

Em que pese a Constituição Espanhola não conter cláusula expressa reconhecendo o princípio do *ne bis in idem*⁶⁵⁵, o Tribunal Constitucional Espanhol já

⁶⁵³ Vid., por todos, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: *Tratado de Derecho Penal, Parte General*, Navarra: 2010, p. 161.

⁶⁵⁴ Assim: RANDO CASERMEIRO, Pablo: *La Distinción entre el Derecho Penal y el Derecho Administrativo Sancionador – Un análisis de política jurídica*. Tirant monografías, v. 704, Valencia: 2010, pp. 507-508; CANCIO MELIÁ, Manuel: *Principios de Derecho Penal II*, pp. 104-105; QUINTERO OLIVARES, Gonzalo/MORALES PRATS, Fermín: *Parte General del Derecho Penal*, Navarra: 2010, p. 64; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Jacobo: *Tratado de Derecho Penal, Parte General*, Navarra: 2010, pp. 161-163, o qual entende que a adoção desse princípio de prevalência da jurisdição penal é contrário à economia processual e submete o cidadão a um duplo processo e a um ‘contínuo peregrinar de órgão a órgão’, razão pela qual sustenta que a adoção do *ne bis in idem* se dê por fundamento no princípio da segurança jurídica; CHOCLÁN, José Antonio/ CALDERÓN, Ángel: *Manual de Derecho Penal. Parte General*, Tomo I, Barcelona: 2005, p. 65.

⁶⁵⁵ Vid. CANCIO MELIÁ, Manuel: ob. cit., p.105; Vid. ZUGALDIA ESPINAR, José Miguel: *Lecciones de Derecho Penal –Parte General*, dir. ZUGALDÍA ESPINAR, coord. MORENO-TORRES HERRERA, María Rosa, Valencia: 2016, p. 55; LUZÓN CUESTA, José María: *Compendio de Derecho Penal. Parte General*, 23ª ed., Madrid: 2016, p. 35; LUZÓN PEÑA, Diego-Manuel: *Lecciones de Derecho Penal. Parte General*, 3ª ed., Valencia: 2016, p. 28; BACIGALUPO, Enrique: *Teoría y Práctica del Derecho Penal, Tomo II*, Madrid: 2009, p. 1105. Entendem que o princípio é acolhido de forma tácita pela Constituição: RODRÍGUEZ RAMOS, Luís: *Compendio de Derecho Penal, Parte General*, Madrid: 2010, pp. 60 e 233, amparado no que consta na Sentencia del Pleno del Tribunal Constitucional de 4 de julho de 2005 (STC 188/2005), entende que o princípio *ne bis in idem* é decorrência lógica do princípio da legalidade dos delitos e das penas, consagrado no artigo 25 da CE e, também

teve oportunidade, em muitas ocasiões, de afirmar a impossibilidade de sancionar uma pessoa duas vezes pela mesma conduta quando houver “identidade de sujeito, fato e fundamento” (STC 2/1981, de 30 de janeiro), fazendo valer o princípio *ne bis in idem*. Na STC 177/1999, de 11 de outubro, o Tribunal determinou que, uma vez imposta a sanção, seja penal ou administrativa, não caberia impor outra, o que foi alvo de críticas, por permitir a prevalência da sanção administrativa⁶⁵⁶. Entretanto, ao analisar outro caso no qual houve a dupla punição (STC 2/2003, de 16 de janeiro), o Tribunal Constitucional deu primazia à sentença penal posterior, entendendo irrelevante saber qual a decisão proferida em primeiro lugar, justificando que o que deve prevalecer é o maior conteúdo garantista do processo penal⁶⁵⁷, bem

com base nos precedentes judiciais, afirma que o princípio ‘constituye um verdadero derecho fundamental del ciudadano (STC 154/1990, de 15 de outubro); DÍEZ RIPOLLÉS, José Luis: *Derecho Penal Español. Parte General en esquemas*, Valencia: 2011, p. 45; DÍEZ RIPOLLÉS, José Luis: *Derecho Penal Español. Parte General*. Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2016, p. 41; POLAINO NAVARRETE, Miguel: *Lecciones de Derecho Penal. Parte General*. Editorial Tecnos, Madrid: 2013, p. 82; CHOCLÁN, José Antonio/CALDERÓN, Ángel: *Manual de Derecho Penal. Parte General*, Tomo I, Ediciones Deusto, Barcelona: 2005, p. 65; GÓMEZ LANZ, Javier: “Derecho Penal y Mercado de Valores”, em *Derecho de la Regulación Económica. II Mercado de Valores*, dir. Antonio JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, coord. Daniel Buno ENTRENA RUIZ, Colección dirigida por Santiago NUÑOZ MACHADO, Madrid: 2009, p. 585; ROLDÁN BARBERO, Horacio: *Manual de Derecho Penal. Parte General*, Granada: 2012, p. 17, entende que o *ne bis in idem* é garantido pelo artigo 25 da Constituição, assim como está garantido pelo princípio processual da coisa julgada, previsto nos artigos 666 e 675 da ley de Enjuiciamiento Criminal.

⁶⁵⁶ Cfr. BACIGALUPO, Enrique: *Teoría y Práctica del Derecho Penal, Tomo II*, Madrid: 2009, p. 1103, chama atenção para um fenômeno importante que pode ocorrer em matéria de Direito Penal Econômico com as sentenças estrangeiras, a depender da legislação aplicável. Assim, em relação a essas, o princípio *ne bis in idem* pode ser reconhecido com menor intensidade, com efeito de se descontar a primeira sanção sofrida na nova sanção que venha a ser imposta. Desse modo, conclui o autor, quando se reconheça a vedação absoluta da imposição de nova sanção, o princípio *ne bis in idem* se dá ao fundamento do princípio da segurança jurídica. Do contrário, nos países em que o princípio *ne bis in idem* é adotado com menor intensidade, isso se dará ao amparo do princípio da proporcionalidade, de modo a se garantir que a consequência jurídica do fato não poderá ser desproporcional. De outra parte, o autor tece crítica à primazia do princípio da segurança jurídica frente ao princípio da proporcionalidade, de modo a possibilitar que um fato punível sancionado com uma pena inferior à merecida tenha na Espanha um efeito de vedar outro julgamento.

⁶⁵⁷ Na Sentença de 29 de maio de 2001, caso Franz Fischer v. Austria (§ 31) afirmou o Tribunal Europeu de Direitos Humanos que os Estados parte do Convenio europeu de direitos humanos conservam liberdade para “regular qual das duas infrações, em tal hipótese, deve ser perseguida”.

como assentou que a sanção menos grave não poderia impedir a mais grave, uma vez que o cidadão deve ser protegido de uma resposta punitiva desproporcional⁶⁵⁸.

Na hipótese prevista no artigo 285 CP Espanhol, à diferença do que está contido na correspondente norma administrativa - LMV -, está prevista a obtenção de benefício e a causação de prejuízo. Na LMV, ao contrário do que prevê a norma penal, é punível também a recomendação de operações baseadas na informação privilegiada. Eis as duas únicas distinções materiais entre a infração penal e a administrativa.

O Código Penal, no mesmo artigo 285, prevê a incidência da norma penal apenas quando o benefício econômico experimentado superar a 600.000 euros ou se causar um prejuízo de idêntica quantidade⁶⁵⁹. Assim, sempre que o valor do benefício ou do prejuízo ficar aquém do patamar mencionado, estar-se-á diante de mero ilícito administrativo, salvo para pequeno segmento da doutrina que defende a ideia de que essa quantia integra o resultado típico⁶⁶⁰.

Quando o valor do benefício/prejuízo superar 600.000 euros, em tese, poderia haver dupla incriminação e o certo é que a LMV expressa a possibilidade de impor sanção administrativa se houver sentença penal firme⁶⁶¹, o que afetaria o

⁶⁵⁸ Ver BAJO FERNÁNDEZ, Miguel y BACIGALUPO SAGGESE, Silvina: *Derecho Penal Económico*, Madrid: 2010, p. 105; BACIGALUPO, Enrique: *Teoría y Práctica del Derecho Penal, Tomo II*, Madrid: 2009, p. 1105. Ver, ainda, a crítica de CARPIO BRIZ, David: *Manual de Derecho Penal Económico y de Empresa. Parte General y Parte Especial*, Tomo 2, dir. Mientxu CORCOY BIDASOLO y Víctor Gomez Martín, coord. Celia DÍAZ MORGADO, Valencia: 2016, p. 23, à STC 2/2003, ao afirmar que o Tribunal Constitucional adotou exclusivamente o critério material, desprezando o processual, porquanto admitiu que uma pessoa possa ser exposta a dois processos punitivos. CARPIO BRIZ destaca, ademais, que esta sentença é contrária ao que já decidiu o TEDH no caso Serguei Zolotoukhine contra Rússia, 10-2-2009 e também no caso Grande Stevens e outros contra Itália, 4-3-14, inadmitindo em ambos precedentes a técnica de compensação de sanções.

⁶⁵⁹ Esse, aliás, é o mesmo valor previsto para multas de infrações administrativas consideradas muito graves (LO 4/2015, de 30 de março, de Proteção da Segurança Cidadã).

⁶⁶⁰ Nesse sentido: JERICÓ OJER, Leticia: “Utilización de información privilegiada en el ámbito del Mercado de Valores”, em *Derecho Penal de la Empresa*, Directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Cordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Navarra: 2002, p. 190.

⁶⁶¹ Sob o aspecto processual, o artigo 272 da LMV recompilada determina que o expediente administrativo fique sobrestado: 1. El ejercicio de la potestad sancionadora a que se refiere esta ley será independiente de la eventual concurrencia de delitos o faltas de naturaleza penal. 2. No obstante lo previsto en el apartado anterior, cuando se esté tramitando un proceso

princípio *ne bis in idem*. Para resolver esse problema há quem sugira a utilização do concurso de normas⁶⁶², previsto no artigo 68 do CP⁶⁶³, segundo o qual, havendo concorrência de ilícitos, deve-se escolher o preceito que abarca o conteúdo total do injusto e, quando isso não for possível, o concurso ideal deve socorrer, com a aplicação de vários tipos que compreendam o total desvalor do fato.

Importante registrar, ainda, que a Diretiva 2014/57/UE estabeleceu no considerando 23 a exigência de não haver dupla punição pelo mesmo fato, em matéria de *insider trading*, ao afirmar que “Ao aplicarem a lei nacional que transporá a presente diretiva, os Estados-Membros deverão certificar-se de que a imposição de sanções penais por infrações nos termos da presente diretiva e a imposição de sanções administrativas ao abrigo do Regulamento (UE) n.º596/2014 não viole o princípio do *ne bis in idem*”. O legislador europeu, inclusive, dá indicativos de

penal por los mismos hechos o por otros cuya separación de los sancionables con arreglo a esta ley sea racionalmente imposible, el procedimiento quedará suspendido respecto de los mismos hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial. Reanudado el expediente, en su caso, la resolución que se dicte deberá respetar la apreciación de los hechos que contenga dicho pronunciamiento.

⁶⁶² Nesse sentido: GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 445; VEGA GUTIÉRREZ, José Zamyr: *Mercado de Valores en Derecho Penal – Abuso de información privilegiada bursátil: “Insider Trading”*, Madrid: 2013 p. 506, o qual entende que tanto a disposição administrativa quanto a norma penal protegem o mesmo bem jurídico, no que é acompanhado por PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 316. Contrariamente à aplicação do concurso de leis, JERICÓ OJER, Leticia: “Utilización de información privilegiada en el ámbito del Mercado de Valores”, em *Derecho Penal de la Empresa*, Directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Coordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Navarra: 2002, pp. 191-192, destaca que o artigo 8 do CP considera possível essa solução quando as duas normas concorrentes estiverem contempladas no Código Penal, o que não ocorre na hipótese vertente, em que uma norma é penal e a outra, administrativa. Assim, não entende possível a dupla incriminação na hipótese do artigo 285.1 CP, por vulneração do *ne bis in idem*, porque tanto a norma penal quanto a administrativa protegem o mesmo bem jurídico, qual seja, a confiança do investidor no correto funcionamento do sistema bursátil. Já no que tange ao artigo 285.2 CP, a autora admite a possibilidade de dupla incriminação porquanto além do bem jurídico da confiança ser lesado, também o é a estrutura econômica do sistema como um todo.

⁶⁶³ Art. 68. En los casos previstos en la circunstancia primera del artículo 21, los jueces o tribunales impondrán la pena inferior en uno o dos grados a la señalada por la ley, atendidos el número y la entidad de los requisitos que falten o concurran, y las circunstancias personales de su autor, sin perjuicio de la aplicación del artículo 66 del presente Código.

como devem se orientar os legisladores nacionais, estabelecendo a sanção penal para aquelas infrações consideradas graves e praticadas de forma dolosa.

A Diretiva 2014/57/UE, em verdade, apenas incorporou à norma o que já havia sido decidido pelo Tribunal Europeu de Direitos do Homem – TEDH, em 04-03-2014, no caso Grande Stevens e outros *versus* Itália⁶⁶⁴, no qual se impôs ao governo Italiano a obrigação de indenizar Franco Grande Stevens e outros por violação ao princípio do *ne bis in idem*, porquanto foram condenados nas vias penal e administrativa sobre o mesmo fato.

No âmbito do Direito Penal Econômico (*lato sensu*), esse princípio já fora enunciado em documentos internacionais que tipificam condutas criminosas, como o Convênio sobre Lavagem de Dinheiro de 1990, o Convênio sobre luta contra a corrupção de funcionários das Comunidades Europeias ou funcionários dos EEMM da União Europeia (1997), ou no Convênio para proteção dos interesses financeiros das Comunidades Europeias (1995)⁶⁶⁵.

A possibilidade de o mesmo fato gerar um expediente administrativo na CNMV ou na CVM, e outro na esfera penal, efetivamente acaba gerando complicações no momento de admitir e valorar provas. Exemplo disso é o que se verifica no julgamento contido no Auto da Audiencia Provincial de Madrid nº 773/2012, de 07-11-2012, que confirmou o arquivamento de diligências imputadas ao BANCO SANTANDER, no qual uma perícia foi realizada por uma das partes:

Por último, en cuanto al informe pericial relativo, a su vez, al informe emitido por la CNMV el 11-01-2010, efectuado por Amadeo, cuestionando aquél, aportado a esta causa por DELFORCA el 16-11-2010 y por tanto un día después al dictado del auto que acordó el sobreseimiento provisional que se impugna, día 15-11-2010, y por ende desconocido para todos pero también para la Instructora que por ello no pudo tenerlo en cuenta ni valorarlo, como quiera que tienen por finalidad, como dice la parte que lo aporta, "mostrar las deficiencias e inconsistencias del informe de fecha 11 de enero de 2010 que la

⁶⁶⁴ Sentença acessada em 31-10-2015 no sítio eletrônico <http://www.giurisprudenzapenale.com/2014/03/20/corte-edu-ne-bis-in-idem-e-sanzioni-amministrative-grande-stevens-c-italia/>

⁶⁶⁵ Vid. BACIGALUPO, Enrique: *Teoría y Práctica del Derecho Penal, Tomo II*, Madrid: 2009, pp. 1100-1101. O autor destaca que no âmbito europeu o princípio *ne bis in idem* é reconhecido como uma regra com exceções, destacadamente nos Direitos Alemão e Italiano, no que se refere às sentenças estrangeiras, pois em ambos ordenamentos se permite a renovação do processo.

CNMV emitió como sustento del archivo del expediente..." debió aportarlo ante la jurisdicción Contencioso Administrativa y para que surtiera el efecto debido en el procedimiento que ante la Sección 6ª se seguía a su instancia pues era allí donde se dirimía la corrección o no de dicho informe. Solo cabe añadir, en favor del informe de la CNMV, que está emitido por organismo y funcionarios públicos de quienes se predica una singular capacitación y una objetividad que aleja sus conclusiones de los intereses propios de las partes.

Entendemos que tal prova, em realidade, interessava às duas esferas e poderia alterar o curso da investigação penal em andamento, a qual fora arquivada. Muito embora a idoneidade dos membros que subscrevem o informe da CNMV, sobre tal documento poderia recair outra avaliação de parte do poder judiciário na esfera penal, uma vez assegurada a autonomia do Direito penal em relação ao Direito administrativo sancionador. Assim, concluímos que a existência de duplicidade de sanções penais e administrativas, inobstante o expressivo enfrentamento doutrinário e jurisprudencial do tema, ainda suscita questionamentos na prática dos tribunais, como no exemplo posto⁶⁶⁶.

2. ABORDAGEM DO TEMA PELO DIREITO BRASILEIRO

Inicialmente, é preciso ressaltar que a Constituição Federal Brasileira não tutela expressamente o princípio do *ne bis in idem*, em que pese se entenda que é decorrência direta do princípio do devido processo legal e da legalidade.

Muitos dispositivos legais no ordenamento brasileiro estabelecem sanções penais em matéria de criminalidade econômica a fatos que são punidos, também, pelo Direito Administrativo sancionador.

É assente no entendimento expresso pelo Supremo Tribunal Federal, em diversos julgados⁶⁶⁷, a possibilidade de dupla punição – penal e administrativa – pelo mesmo fato, com fundamento da independência das instâncias. A doutrina se insurge quanto a essa perspectiva de duplo enquadramento e punição do mesmo

⁶⁶⁶ Cfr. RODRÍGUEZ RAMOS, Luís: *Compendio de Derecho Penal, Parte General*, Madrid: 2010, p. 234, resalta a importância do princípio do *ne bis in idem*, nos aspectos formal e material, considerando esse dado prático, de que o *ius puniendi* está compartilhado, na Espanha, entre os órgãos judiciais penais e a Administração.

⁶⁶⁷ Exemplo desse entendimento se recolhe nos seguintes julgados do Supremo Tribunal Federal: Mandado de Segurança nº 23.008/RJ, em 19-05-1999, rel. Min. Maurício Corrêa; HC 86.047/SP, rel. Min. Sepúlveda Pertence, 04-10-2005; HC 91.110, Relator: Min. ELLEN GRACIE, Segunda Turma, julgado em 05-08-2008.

fato, sustentando que os crimes contra o mercado de capitais têm sua redação influenciada por infrações administrativas que já existiam no ordenamento e ambos os ilícitos estipulam penas de multa altíssimas, ou seja, penalidades de mesma natureza⁶⁶⁸.

Considerando que a CVM é obrigada a comunicar o Ministério Público quando o inquérito concluir pela ocorrência de crime, nos termos do artigo 12 da Lei nº 6.385/76, são grandes as probabilidades de coexistência de duas condenações sobre o mesmo fato e mesmo sujeito, uma de natureza criminal e outra de viés administrativo. Embora a questão relativa ao duplo julgamento pelo mesmo fato nas esferas penal e administrativa não tenha sido enfrentada pela Corte Interamericana de Direitos Humanos, a Corte já teve oportunidade de se pronunciar, em outra situação, sobre a prevalência da garantia judicial que proíbe o duplo julgamento *pelos mesmos fatos*, como tal prevista no artigo 8º (4) da Convenção Americana sobre Direitos Humanos, no caso Loayza Tamayo⁶⁶⁹.

Assim, considerando que o Pacto de San Jose da Costa Rica foi acolhido no direito brasileiro por meio do Decreto nº 628/92, entendemos que esta vedação do *ne bis in idem* é um ponto a merecer estudo mais aprofundado de parte do Supremo Tribunal Federal.

⁶⁶⁸ Vid. CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*, Rio de Janeiro: 2008, pp. 27-29 e 35.

⁶⁶⁹ Sentença de 17 de setembro de 1997, proferida em caso no qual a petionante havia sido absolvida pelo Juizado Especial da Marinha pelo delito de traição à Pátria, e a absolvição foi confirmada pelo Plenário do Supremo Tribunal Militar Especial, tendo-se remetido os autos ao foro comum para análise do delito de terrorismo. Nessa instância ordinária a requerente foi condenada a vinte anos de reclusão, pelo crime de terrorismo. A Corte Interamericana entendeu que o Estado do Peru violou a Convenção Interamericana porque o princípio do *ne bis in idem* previsto naquele diploma legal (artigo 8º, 4) veda a dupla punição *pelos mesmos fatos*, e é mais amplo que o Pacto Internacional de Direitos Civis e Políticos das Nações Unidas (artigo 14.7), o qual veda a dupla punição pelo *mesmo delito*.

III. ANÁLISE DO TIPO PENAL

A. ARTIGO 285 DO CÓDIGO PENAL ESPANHOL

1. QUESTÕES PREJUDICIAIS

Não há uniformidade quanto ao conceito de *questão prejudicial*, entretanto, para efeitos deste trabalho pode-se minimamente dizer que assim deve ser denominado “todo assunto ou problema fático, com natureza de fato jurídico con-figurado em uma norma não penal que, pela lógica do processo penal – que exige a prévia solução da questão prejudicial à aplicação da norma substantiva –, deve ser resolvida como antecedente de fato (fato provado)”⁶⁷⁰.

Como se verá a seguir, há questões prejudiciais incidentais no artigo 285 do Código Penal, que contém alguns elementos jurídicos normativos que deverão ser verificados pelo juiz no momento de aplicar as normas extrapenais, como “cotização”, “valores ou instrumentos negociados” e “mercado organizado oficial ou reconhecido”.

Essa formação do tipo penal, como de resto costuma ocorrer com o Direito Penal econômico, mais que em outros ramos, apresenta uma certa plasticidade na delimitação dos comportamentos relevantes penalmente, sem que isso se contraponha, contudo, à visão garantista que essa definição encerra⁶⁷¹.

2. ELEMENTOS OBJETIVOS DO TIPO

a. SUJEITO ATIVO

Conforme se viu no exame do Direito americano e da evolução das normativas europeias, existem três modos de classificar o crime segundo o sujeito ativo do crime de *insider trading*: o primeiro, considera-o um crime comum, que pode ser praticado por qualquer pessoa que teve acesso à informação, sem importar

⁶⁷⁰ Vid. RODRÍGUEZ RAMOS, Luis: “Protección Penal del Mercado Financiero”, em *Derecho Bancário y Bursátil*, Madrid: 2012, p. 688.

⁶⁷¹ Cfr. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 94.

a forma como isso se deu⁶⁷²; o segundo, considera-o um delito especial próprio, que pode ser praticado por um rol restrito de pessoas que tenham uma determinada qualidade⁶⁷³ que corresponde a um abuso de função, posição, profissão ou ofí-

⁶⁷² É o modelo adotado pela lei italiana que, no artigo 180, parágrafo 2 do Decreto Legislativo nº 58/1998 equipara os iniciados primários aos secundários. Vid. SEMINARA, Sergio: “Aspectos Problemáticos en Materia de *Insider Trading*”, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*, Jornadas en Honor del Profesor Klaus Tiedemann. Tradução de Carlos J. Suárez, Madrid: 1995, p. 528, ao explicar que o legislador italiano converteu o uso de informação privilegiada em um mero dever de abstenção de concretizar operações na bolsa, sancionando indiscriminadamente a conduta de utilização e cessão de informação privilegiada tanto por *insiders* quanto por terceiros. Vid. FOFFANI, Luigi: “La nueva disciplina penale dell’*Insider Trading*” e delle frodi nel mercato Mobiliare”, em *Rivista Trimestrale di Diritto Penale Dell’Economia*, Padova: 1991, p. 916, com críticas à expansão da responsabilidade penal eleita pelo legislador italiano.

⁶⁷³ Nesse sentido, entre outros: PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 235, classifica o crime de uso de informação privilegiada como um delito especial próprio, pois o autor tem o dever jurídico de salvaguardar o bem jurídico frente a determinados riscos oriundos da posição de garante desse bem; VEGA GUTIÉRREZ, José Zamyr: “Problemas de tipicidad en las modalidades de *insider trading* (art. 285 CP)”, em *LLP*, nº 84, Madrid: 2011, pp. 58-9; MUÑOZ CONDE, Francisco: *Derecho Penal, Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 450; CORCOY BIDASOLO e GÓMEZ MARTÍN: *Manual de Derecho Penal, Económico y de Empresa – Parte General y Parte Especial*, Tomo 2, p. 321; MARTÍNEZ GARAY, Lucía/ GUARDIO-LA LAGO, María Jesús: *Delitos contra el Mercado y los Consumidores*, em *Esquemas de la Parte Especial del Derecho Penal* (I), Tomo XXXII, dir. QUINTERO OLIVARES, G./CARBONELL MATEU, J.C./MORALES PRATS, F./GARCÍA RIVAS, N./ÁLVAREZ GARCÍA, F.J., coord. MANJÓN-CABEZA OLMEDA, A. Y VENTURA PUSCHEL, A., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2011, p. 396; QUERALT JIMÉNEZ, Joan J.: *Derecho penal español. Parte especial*, Barcelona: 2010, pp. 616-617; QUERALT JIMÉNEZ, Joan J.: *Derecho penal español. Parte especial. Manuales de Derecho Penal*. Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2015, p. 622; FARALDO CABANA, Patricia: *Comentários al Código Penal*, dir. Manuel GÓMEZ TOMILLO, Ed. Lex Nova, 2ª ed., Valladolid: 2011, p. 1102; BENÍTEZ ORTÚZAR, Ignacio Francisco: *Comentarios al Código Penal*, Tomo IX., dir. Manuel COBO DEL ROSAL, Madrid: 2005, p. 3523; SANTANA VEGA, Dulce María/GÓMEZ MARTÍN, Víctor: *Comentarios al Código Penal*, dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO y Santiago MIR PUIG, Valencia: 2011, p. 630; SANTANA VEGA, Dulce María: *Abuso de la Información Privilegiada*, em *Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte General y Parte Especial*. Tomo 2, dir. Mientxu CORCOY BIDASOLO y Víctor Gomez Martín, coord. Celia DIAZ MORGADO, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2016, p. 321; MORALES PRATS, Fermín: *Comentários al Código Penal Español, Tomo II*, dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Fermín MORALES PRATS, Navarra: 2016, p. 179 da edição eletrônica; GÓMEZ LANZ, Javier: “Derecho Penal y Mercado de Valores”, em *Derecho de la Regulación Económica. II Mercado de Valores*, dir. Antonio JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, coord. Daniel Buno ENTRENA RUIZ, Colección dirigida por Santiago NUÑOZ MACHADO, Madrid: 2009, p. 589; GONZÁLEZ CUSSAC, José Luís/ MATALLÍN EVANGELIO, Ángela/ORTS BERENGUER, Enrique/ROIG TORRES, Margarita: *Esquemas de Dere-*

cio⁶⁷⁴; o terceiro, que também classifica o crime como comum, criminaliza a conduta tanto das pessoas que ocupam uma posição destacada que lhes dá acesso à informação, quanto a conduta de todos os que têm acesso à informação privilegiada obtida direta ou indiretamente daqueles⁶⁷⁵.

A opção legislativa por restringir o rol de sujeitos ativos nos crimes econômicos corresponde a uma perspectiva dogmática, considerando que o injusto deve ser construído sobre o fato, atendendo-se, assim, a uma máxima do direito penal garantista, segundo alguns⁶⁷⁶, pois a própria estrutura do sistema econômico possibilita que determinados sujeitos posicionem-se em situação que enseja a prática de condutas ilícitas, por terem facilitado acesso aos meios materiais ou porque ocupam especial posição de proximidade ao bem jurídico⁶⁷⁷. A conduta do iniciado secundário, na legislação espanhola, é, pois, atípica⁶⁷⁸, salvo se ocorrer qualquer uma das formas de participação (indução, cooperação necessária ou cumplicidade)⁶⁷⁹.

cho Penal. Parte Especial, 2ª ed., Valencia: 2010, p. 202; MARTINEZ-BUJAN PEREZ, *Derecho penal económico. Parte Especial*, p. 358.

⁶⁷⁴ Cfr. SEMINARA, Sergio: “Aspectos Problemáticos en Materia de *Insider Trading*”, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*, Jornadas en Honor del Profesor Klaus Tiedemann. Tradução de Carlos J. Suárez, Madrid: 1995, p. 529.

⁶⁷⁵ Vid. FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, p.84, que descreve a existência de três modelos de penalização do sujeito ativo: a) um conceito estrito, que incrimina apenas os integrantes da empresa; b) um conceito intermediário, que pune os integrantes da empresa e todos os que tenham acesso à informação reservada em razão de sua atividade profissional ou empresarial; c) um conceito mais ampliativo, que abrange qualquer pessoa que tenha acesso à informação privilegiada, independentemente do modo com que obteve tal acesso. Vid. SEMINARA, Sergio: “Aspectos Problemáticos en Materia de *Insider Trading*”, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*, Jornadas en Honor del Profesor Klaus Tiedemann. Tradução de Carlos J. Suárez, Boletín Oficial del Estado, Madrid: 1995, p. 529, críticas a essa solução, que reputa como uma repressão penal excessiva em relação ao interesse tutelado e nem tão justificável do ponto de vista ético.

⁶⁷⁶ Ver FERRÉ OLIVÉ, Juan Carlos: “Sujetos responsables en los delitos societarios”, em *Revista Penal*, Madrid: 1997, p. 25.

⁶⁷⁷ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 223.

⁶⁷⁸ Vid., por todos, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2016, p. 360.

⁶⁷⁹ Assim, MUÑOZ CONDE, Francisco: *Derecho Penal, Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 450.

Impende ressaltar, entretanto, que desde a primeira Diretiva europeia ficava claro o intuito da UE de alargar o rol de sujeitos ativos do crime, para incluir na observância à proibição qualquer pessoa que obtivesse a informação em razão da profissão, ofício, ou por ser acionista, ou qualquer terceiro que recebesse a informação tendo conhecimento de seu caráter reservado. Contudo, muitos EEMM estabeleceram categorias diversas de sujeitos ativos em suas legislações internas⁶⁸⁰.

Com a redação dada pelo Código Penal de 1995 (e que não sofreu alterações pela recente reforma), o crime de abuso de informação privilegiada passou a apresentar duas características distintas da regulamentação do tema no direito comunitário existente até então, bem como no direito internacional em geral: restringiu os sujeitos ativos, utilizando critérios de pertencimento ao grupo mencionado pela norma⁶⁸¹, às pessoas que tenham acesso à informação em razão de sua *atividade profissional* – agentes de câmbio ou de bolsa, operadores financeiros, advogados, economistas, assessores, auditores, contadores notários, sem esgotar a lista – ou *empresarial* – os denominados *insiders societários*⁶⁸²: administradores, diretores da empresa emissora, intermediários, membros do conselho de direção, acionistas, entre outros –, os denominados *iniciados primários*, caracterizando-se, assim, como um *delito especial*⁶⁸³; e conceituou a expressão *informação privilegiada* de forma diversa do que é compreendida no direito internacional (ao utilizar o conceito de *informação relevante*). Portanto, a informação casual obtida por pessoas es-

⁶⁸⁰ Vid. análise pormenorizada quanto à situação de cada Estado Membro, em RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, pp. 154-163. Ver, também, PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 225-227.

⁶⁸¹ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: ob. cit., p. 298.

⁶⁸² Ver MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 359.

⁶⁸³ Neste sentido: BAJO FERNÁNDEZ, Miguel: Uso de Información Privilegiada, em *El Nuevo Código Penal: Presupuestos y Fundamentos*, Libro Homenaje al Profesor Doctor Don Ángel Torío López. Granada, 1999, p. 647; MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Madrid, 2006, p. 81; RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 334; QUINTANAR DíEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, p. 49; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 358; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal. Parte Especial*, coord. J. L. González-Cussac, Valencia: 2015, p. 429.

tranhas ao sistema bursátil, no direito espanhol, está fora da abrangência do artigo 285 do CP⁶⁸⁴.

Essa restrição no círculo de autores é um dos traços diferenciadores entre a norma penal e a norma administrativa⁶⁸⁵. Contudo, como visto em tópico anterior, a Diretiva 2014/57 alargou efetivamente o rol de agentes ao harmonizar o direito penal da UE em matéria de abuso de mercado, utilizando outros critérios, que serão examinados ainda neste capítulo, para justificar a relevância penal da conduta. Portanto, a legislação penal espanhola deve passar por modificações brevemente, considerando que a normativa europeia já está em vigor desde julho de 2016 e que o Código Penal espanhol é bastante restritivo quanto ao rol de agentes, na contramão da harmonização buscada pela UE.

De acordo com a lei penal vigente na Espanha, o caráter privilegiado da informação, assim, é restrito àquelas pessoas que têm acesso à informação por meio de atividade profissional ou empresarial⁶⁸⁶, o que não estende a abrangência, segundo um segmento doutrinário, a todos os empregados da empresa, mas apenas àqueles que controlam o acesso aos dados reservados⁶⁸⁷. Surge daí interessante debate doutrinário sobre a extensão do rol de agentes - uma vez que a opção do legislador espanhol foi não expor uma enumeração taxativa -, aos quais se pode exigir lealdade ou fidelidade. Para alguns, esse dever não surge de qualquer relação profissional ou jurídica, mas apenas da gestão de negócios de natureza indivi-

⁶⁸⁴ Neste sentido, MIGUEL BAJO: *Uso de Información Privilegiada*, em *Cuadernos de Derecho Judicial: Empresa y Derecho Penal II*, CGPJ, Madrid: 1999, p.133; PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 304; “El Abuso de Información Privilegiada”, em *Curso de Derecho Penal Económico*, dir. Enrique BACIGALUPO, Madrid: 2005, p. 363.

⁶⁸⁵ Vid. NIETO MARTÍN, Adán: “The times they are a changing’: También para el Insider Trading: Caso Tabacalera”, em *Fraude a Consumidores y Derecho Penal. Fundamentos y talleres de leading cases*. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO e Víctor GÓMEZ MARTÍNS, coord. Vicente VALIENTE IVÁÑEZ, Madrid: 2016, p. 441.

⁶⁸⁶ Ver GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 118.

⁶⁸⁷ Nesse sentido, PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 305.

dual ou alheia⁶⁸⁸, enquanto que para outros, basta o abuso de uma relação profissional para restar violada a lealdade⁶⁸⁹.

Guardadas as devidas correspondências com as expressões *ofício* e *cargo* do artigo 442 do CP, ao mencionar que a informação foi obtida por meio do exercício de atividade profissional ou empresarial, é certo que a norma excluiu os funcionários públicos⁶⁹⁰.

De outra parte, o artigo 8º da Diretiva 2014/57/UE estabelece a responsabilidade penal das pessoas jurídicas, por atos de abuso de mercado, quando as infrações forem cometidas em “seu benefício por qualquer pessoa, agindo quer a título individual, quer como membro de um dos órgãos da pessoa coletiva e enquanto titular de um cargo de direção”, em hipóteses que elenca. A Diretiva 2003/6 já previa de forma expressa a punição da pessoa jurídica. Essa solução foi plasmada pela LMV e atualmente encontra-se nos artigos 302 (sanções por infração muito grave), 306 (sanções complementares por infrações muito graves a quem exerce cargo de administração ou direção) e 307 (sanções complementares por infrações graves a quem exerce cargo de administração ou direção), que estabelecem sanções para a pessoa jurídica e para as pessoas físicas que exercem cargo de administração ou direção.

Forte no que estabelece o artigo 288, parágrafo 2º do CP, o uso de informação privilegiada pode ensejar a imposição, às pessoas jurídicas, das denominadas consequências acessórias previstas no artigo 129 do aludido Código. O tema ainda suscita debates no direito espanhol, pois há doutrinadores que, inobstante a introdução das consequências acessórias, ainda entendem que tais medidas possu-

⁶⁸⁸ Vid. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 264; RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Comentarios al Código Penal*, dir. L. ARROYO ZAPATERO/I. BERDUGO GÓMEZ DE LA TORRE/J.C. FERRÉ OLIVÉ/N. GARCÍA RIVAS/J.R. SERRANO PIEDECASAS/J.M^a. TERRADILLOS BASOCO, coord. A NIETO MARTÍN/A.I. PÉREZ CEPEDA, p. 633

⁶⁸⁹ Neste sentido, GONZÁLEZ CUSSAC, Jose Luis: “El abuso de información Privilegiada”, em *Cuadernos de Política Criminal*, Madrid: 1989, p. 144.

⁶⁹⁰ Ver, neste sentido: CASTRO MORENO, Abraham e OTERO GONZÁLEZ, Pilar: *El Abuso de Información Privilegiada em la Función Pública*, Colección los Delitos, v. 71, Valencia: 2007, p. 100; PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 307.

em natureza administrativa⁶⁹¹ enquanto outros, favoráveis à responsabilização penal da pessoa jurídica, sustentam que as consequências acessórias previstas no art. 129 do CP são penas “acessórias no sentido da participação criminal porque castigam a participação da pessoa jurídica em fatos realizados por pessoas físicas” e assim, quanto ao crime de uso de informação privilegiada, afirmam que a pessoa jurídica poderá ser sancionada no caso de omissão imprudente em crime doloso, sempre que o uso da informação privilegiada for possível porque a pessoa jurídica não colocou os meios necessários para evitar o uso da informação por seus órgãos⁶⁹².

É de se observar que o Regulamento (UE) n° 596/2014, em seu artigo 8º, estabelece no apartado 1 que, “existe abuso de informação privilegiada quando uma pessoa que dispõe de informação privilegiada utiliza essa informação ao adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de um terceiro, direta ou indiretamente, instrumentos financeiros a que essa informação diz respeito”. Já no apartado 4 do mesmo dispositivo legal, parece restringir o rol de agentes, quando diz ser aplicável a qualquer pessoa que disponha de informação privilegiada em virtude de: a) Ser membro dos órgãos de administração, direção ou fiscalização do emitente ou do participante no mercado de licenças de emissão; b) Ter uma participação no capital do emitente ou do participante no mercado de licenças de emissão; c) Ter acesso à informação por força do exercício da sua atividade, profissão ou funções; ou d) Participar em atividades ilícitas. Trata-se de uma contradição aparente apenas. A norma, em verdade, equipara aqueles que adquirem a informação de forma

⁶⁹¹ Nesse sentido: BAJO FERNÁNDEZ, Miguel y BACIGALUPO SAGGESE, Silvina: *Derecho Penal Económico*, Madrid: 2010, pp. 195-196. Ver, ainda, MIR PUIG, Santiago: *Direito Penal – Fundamentos e Teoria do Direito*, Ed. Revista dos Tribunais, Tradução Cláudia Viana Garcia e José Carlos Nobre Porciúncula Neto, São Paulo: 2007, pp. 174-176, que embora afirme ser ‘político-criminalmente correto negar a responsabilidade criminal da pessoa jurídica e reservar para elas medidas preventivas’, reconhece a ausência no Direito penal espanhol tradicional de uma regulação que evite a ocultação da pessoa física por trás da pessoa jurídica, entendendo que a alternativa viável, de *lege ferenda*, é a criação de uma norma penal como a utilizada pelo Direito alemão, consistente no “atuar por outro”.

⁶⁹² Assim, PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 403-405.

lícita, com os que a recebem de modo ilícito – como, por exemplo, quem subtrai a informação ou a desvia de um membro da empresa⁶⁹³.

Entretanto, ao final do apartado 4, o artigo 8º do Regulamento (UE) nº 596/2014 volta a generalizar a imputação do crime, estendendo-a aos iniciados secundários, ao mencionar que a norma se aplica “igualmente a qualquer pessoa que disponha de informação privilegiada em circunstâncias distintas das especificadas no primeiro parágrafo e quando essa pessoa saiba ou deva saber que se trata de informação privilegiada”. O traço distintivo da extensão da responsabilidade criminal aos iniciados secundários, portanto, é o dolo: saber ou dever saber que a informação é privilegiada, seja pela função desempenhada por quem a transmitiu, seja pela forma com que se deu o acesso a ela.

Considerando o caráter integrador do Regulamento (UE) nº 596/2014 à Diretiva 2014/57/UE, bem como tendo por pressuposto o objetivo harmonizador de ambos os diplomas legais, exatamente no que tange às divergências de definição do crime de *insider trading*, entendemos que a matéria deve vir a ser objeto de ajustes internos no plano de cada EEMM que aderiu à incorporação daquelas legislações, como é o caso do ordenamento jurídico espanhol, para ampliação do rol de agentes.

Por outro lado, ainda procurando delimitar o rol de agentes no contexto da legislação penal espanhola, convém recordar que a informação relevante, a rigor, é aquela recebida por qualquer pessoa que tenha acesso direto ou indireto à informação por investir ou trabalhar no mercado de ações, a qual pode fazer uso pessoal ou transmiti-la a outrem para que o faça ao investir, lucrando com isso. Esse requisito comporta matizações na atual redação do artigo 285 do CP, que devem ser enfrentadas no exame de cada caso concreto, pois ainda não há consenso quanto ao conhecimento advindo de outras profissões que apenas de forma circuns-

⁶⁹³ Ver a análise da Diretiva 89/592/CEE, quanto à omissão em relação à origem da informação, se lícita ou ilícita, que em tudo se aplica ao atual contexto do Regulamento, o qual contém norma expressa a respeito, em RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades en la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 279.

tancial se relacionam com a atividade bursátil, como é o caso de pessoas da limpeza, do serviço terceirizado de vigilância, psiquiatras, entre outros⁶⁹⁴.

Nesse sentido, convém mencionar que a STS 3465/2015, ao examinar a alegação de que o *insider* ao qual se imputava o crime trabalhava em uma entidade financeira e por isso, não preencheria a qualidade de sujeito ativo do crime do artigo 285 do CP, por não ter posição privilegiada que lhe possibilitasse aceder à informação relevante, assim se posicionou:

El artículo 285.1 CP alude a quien haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial. En cuya consecuencia, aunque se trate de un delito especial, la cualificación exigida en el sujeto activo, resta cumplimentada, por quien obtiene la información directamente por una actividad empresarial o profesional. Dentro del ámbito de la actividad empresarial incluye todo sujeto que habitual u ocasionalmente, por actividad o función en una determinada empresa, tiene acceso a "información relevante", por tanto, restan incluidos administradores y directivos de la entidad emisora, cargos directivos, intermediarios, miembros del Consejo de Dirección, determinados accionistas, entre otros. En el ámbito profesional se incluyen tanto aquellas personas que dedican de modo exclusivo o preferente su actividad profesional a este tipo de mercados (agentes de cambio y bolsa, operadores financieros...), como las que ocasionalmente acceden a la misma con ocasión de su profesión (abogados, economistas, asesores, auditores, contables, notarios, corredores de comercio...)

Relación de sujetos afectos por la prohibición que persiste en la Directiva 2003/6/CE del Parlamento europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), que sustituye a la anterior, si bien con la adición en el listado de quienes posean la información debido a sus actividades delictivas.

⁶⁹⁴ Cfr. MARTÍN PALLÍN, José Antonio: “Uso de información relevante para la cotización em mercado de valores”, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*, Madrid: 1997, p. 165, o qual destaca a dificuldade de caracterizar a autoria no crime de uso de informação privilegiada conforme se desce até a categoria de empregados de hierarquia inferior, admitindo a possibilidade de integrá-los no conceito de autor, a depender da forma como obtiveram acesso à informação reservada de caráter relevante. CALDERÓN SUSÍN, Eduardo: “El abuso de Información Privilegiada em el Mercado de Valores”, em *Cuadernos de Derecho Judicial: Delitos Socioeconómicos em el Nuevo Código Penal*, Madrid: 1996, pp. 231-232, refere a existência de lacuna legal ao não incluir na lei, no rol de sujeitos ativos, quem adquire conscientemente a informação do iniciado, como no caso de parentes ou amigos. Entretanto, entendemos que não é essa, s.m.j., a interpretação que há de se dar ao dispositivo típico, aliás, como já foi reconhecido na STS 3465/2015, imputou-se o crime ao cunhado e ao amigo próximo do *insider* primário.

Y aunque se trate de Directiva aún no aplicable, pero es texto que deroga el anterior, la 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado), denominada como la anterior, por sus siglas en inglés: MAD, mantiene igualmente como insider o iniciado primario a quien como el recurrente en el caso de autos, tiene acceso a la información privilegiada en el ejercicio de su trabajo, profesión o funciones.

Tanto desde el tenor literal de la norma, como de la perspectiva del bien jurídico antes explicitado, como de la normativa sectorial del Mercado de Valores, el Sr. Constancio que obtiene la información privilegiada en el desarrollo propio de su actividad profesional como director de una entidad financiera para estudiar la posibilidad de financiar una OPA inminente, en relación con la información reservada obtenida con esta ocasión, debe ser considerado como iniciado primario.

No que se refere à responsabilidade penal das pessoas jurídicas, por in-crível que pareça, ainda existem discussões, pois de acordo com o Código Penal só estaria configurada nas hipóteses em que o autor, individualmente, atua em benefício da empresa. Para a Diretiva 2014/57, entretanto, pouco importa se houve benefício para a empresa, pois o que deve ser provado é se a pessoa jurídica dispõe de medidas eficazes de controle interno para impedir que certos indivíduos façam uso da informação privilegiada⁶⁹⁵.

É exatamente pela via do direito penal econômico que se pode sustentar com mais segurança a responsabilidade penal da pessoa coletiva⁶⁹⁶, cuja regulamentação em matéria de *insider trading* depende muito mais de uma questão de política-criminal, do que propriamente de dogmática, uma vez que o debate existente acerca do tema nos anos 1980 encontra-se superado atualmente.

A tendência, por conseguinte, como se disse, é haver uma modificação no âmbito interno dos EEMM para incorporar a ampliação de sujeitos ativos do delito, como já foi reconhecido no julgado em questão, e consolidar a nova siste-

⁶⁹⁵ A respeito, NIETO MARTÍN, Adán: “The times they are a changing’: También para el Insider Trading: Caso Tabacalera”, em *Fraude a Consumidores y Derecho Penal. Fundamentos y talleres de leading cases*. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO e Víctor GÓMEZ MARTÍNS, coord. Vicente VALIENTE IVAÑEZ, Madrid: 2016, p. 448.

⁶⁹⁶ Vid. FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 89.

mática de responsabilização penal da pessoa jurídica, com a modificação dos artigos 31 bis e 285 do Código Penal, tornando explícita essa possibilidade.

b. VERBOS TÍPICOS

O artigo 285 do CP é caracterizado como um tipo misto alternativo⁶⁹⁷, pois contém dois verbos típicos, a saber: *usar* e *suministrar*. Este último verbo gerou algumas inquietações na doutrina, pois foi considerado por alguns como anties-tético, uma vez que *suministrar* é apenas uma forma de *usar*, o que seria contrário ao princípio da segurança jurídica⁶⁹⁸. Entretanto, há uma sutil diferença. A conduta de *usar* está relacionada com uma atuação direta de quem possui a informação, enquanto o verbo *suministrar* deve ser entendido como *comunicar* a informação a terceiros para que dela façam uso obtendo vantagem ou causando prejuízo⁶⁹⁹, caracterizando-se por mais que uma mera recomendação de operar no mercado⁷⁰⁰. Normalmente, quem comunica (*suministra*) a informação, como destaca a doutri-

⁶⁹⁷ Cfr. QUINTANAR DÍEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, p. 69; JERICÓ OJER, Leticia: “Utilización de información privilegiada en el ámbito del Mercado de Valores”, em *Derecho Penal de la Empresa*, Directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Cordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Navarra: 2002, p. 199.

⁶⁹⁸ Neste sentido: JERICÓ OJER, Leticia: ob. cit., p. 200. Ver, ainda, MATA BARRANCO, Norberto J. de la: *Derecho Penal Europeo y Legislación Española: las reformas del Código Penal*, Colección delictos, v. 112, Valencia: 2015, p. 100, o qual analisa em detalhes as normativas europeias sobre o tema e conclui no sentido de que a legislação espanhola deveria acolher a minuciosa descrição de condutas previstas nos textos europeus.

⁶⁹⁹ Vid., neste sentido, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 362; MUÑOZ CONDE, Francisco: *Derecho Penal, Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 451. Ver, ainda, FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, pp. 116-117, a qual entende que a modalidade de “suministrar” a informação relevante deveria ser punida apenas com sanção administrativa porque, em sua visão, a transmissão da informação não lesiona o bem jurídico protegido.

⁷⁰⁰ Cfr. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Comentarios al Código Penal*, dir. L. ARROYO ZAPATERO/I. BERDUGO GÓMEZ DE LA TORRE/J.C. FERRÉ OLIVÉ/N. GARCÍA RIVAS/J.R. SERRANO PIEDECASAS/J.M^a. TERRADILLOS BASOCO, coord. A NIETO MARTÍN/A.I. PÉREZ CEPEDA, Madrid: 2007, p. 633.

na⁷⁰¹, *fica na sombra*, deixando que o beneficiário da informação transmitida negocie com base nesta e obtenha vantagem.

Considerando-se que há necessidade de integrar a conduta típica do artigo 285 CP mediante a utilização de alguns conceitos da LMV⁷⁰², como as operações relativas a valores, mister consignar que a LMV recompilada (artigo 227.1, apartados “a”, “b” e “c”) é bem mais ampla ao sancionar também a execução de operações, a simples preparação destas, além da sua comunicação a terceiros ou a recomendação a estes de que realizem operações⁷⁰³.

Aliás, MARTÍNEZ-BUJÁN⁷⁰⁴ destacou que a intenção do legislador penal era evitar a impunidade do iniciado primário ao introduzir o verbo “suministrar”, pois pretendia preencher a lacuna de punição existente nas hipóteses em que o iniciado primário, ao invés de usar a informação privilegiada, comunica-a a outrem para que dela faça uso. O autor chama atenção, porém, para o fato de que a tentativa do legislador resulta inócua, porque o uso das regras gramaticais obriga a conexão do verbo no gerúndio “obteniendo” ao sujeito da oração principal, ou seja, ao iniciado primário. Entretanto, há um entendimento majoritário na doutrina que o verbo “suministrar” deve ser entendido como “comunicar” ou “prover” a outrem a

⁷⁰¹ Ver MARTÍN PALLÍN, José Antonio: “Uso de información relevante para la cotización em mercado de valores”, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*, Madrid: 1997, p. 158.

⁷⁰² Ver GARCÍA VALDÉS, Carlos/MESTRE DELGADO, Esteban/FIGUEROA NAVARRO, Carmen: *Lecciones de Derecho Penal Parte Especial*, Madrid: 2015, p. 172.

⁷⁰³ RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia, 1997, p. 343.

⁷⁰⁴ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ: *Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 362; JERICÓ OJER, Leticia: “Utilización de información privilegiada en el ámbito del Mercado de Valores”, em *Derecho Penal de la Empresa*, Directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Cordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Navarra: 2002, p. 201; RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo: La criminalización del uso de información privilegiada entre el sí y el no, em *Anales de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación*, Madrid: 2007, p. 609. Contrariamente, BENÍTEZ ORTÚZAR, Ignacio Francisco: *Comentarios al Código Penal*, Tomo IX., dir. Manuel COBO DEL ROSAL, Madrid: 2005, p. 367, afirma que se deve fazer uma interpretação teleológica e não gramatical da norma, para concluir que se está diante de uma conduta mista alternativa, na modalidade de *suministrar* a informação a um terceiro, pois o terceiro é que usa a informação com completo domínio de sua atuação, com intenção de obter um benefício ou de causar um prejuízo.

informação privilegiada - não bastando um mero conselho para que se efetue a operação⁷⁰⁵.

Acerca da tipicidade e legalidade do emprego do verbo “suministrar” para caracterizar a conduta do iniciado secundário, remete-se à leitura da STS nº 1.136/2010, que será analisada mais adiante.

O que já se referiu anteriormente em relação à necessidade de adaptação dos textos legais nacionais, no âmbito dos EEMM, deve ser observado quanto a este tópico, pois o Regulamento (UE) nº 596/2014 descreve duas condutas relativas ao crime de *insider trading*: *Abuso de Informação Privilegiada* (artigo 8º, apartado 1) “quando uma pessoa que dispõe de informação privilegiada *utiliza* essa informação ao adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de um terceiro, direta ou indiretamente, instrumentos financeiros a que essa informação diz respeito”; *Transmissão Ilícita de Informação Privilegiada* (artigo 10) “quando uma pessoa dispõe de informação privilegiada e a *transmite* a qualquer outra pessoa, exceto se essa transmissão ocorrer no exercício normal da sua atividade, profissão ou funções”.

Ademais, o apartado 2 do artigo 8º do Regulamento aludido também torna passível de criminalização a conduta de quem “*recomendar* ou *induzir* outra pessoa a cometer abuso de informação privilegiada”.

Cuidam-se de inovações trazidas pelos novos diplomas legais europeus que devem refletir em mudanças nos ordenamentos internos de cada EEMM, uma vez que o intuito de tais normativas europeias, como já se pontou alhures, é harmonizar as descrições das condutas típicas relativas ao abuso de mercado, estabelecendo padrões mínimos que devem ser seguidos pelos EEMM. Para harmonizar o Código Penal com a Diretiva, NIETO MARTÍN⁷⁰⁶, de *lege ferenda*, sugere a adoção de quatro condutas típicas, a saber: “1) realizar operações com informação privilegiada (adquirir, transmitir ou ceder instrumentos financeiros); 2) induzir a rea-

⁷⁰⁵ Vid., por todos, VEGA GUTIÉRREZ, José Zamyr: *Mercado de Valores en Derecho Penal – Abuso de información privilegiada bursátil: “Insider Trading”*, Madrid: 2013, p. 320.

⁷⁰⁶ Cfr. NIETO MARTÍN, Adán: “The times they are a changing’: También para el Insider Trading: Caso Tabacalera”, em *Fraude a Consumidores y Derecho Penal. Fundamentos y talleres de leading cases*. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO e Víctor GÓMEZ MARTÍNS, coord. Vicente VALIENTE IVÁÑEZ, Madrid: 2016, p. 448.

lizá-las; 3) recomendar); 4) comunicar”, sendo que a esta última conduta reservar-lhe-ia uma pena de menor gravidade, por não se inserir entre as obrigações principais que identifica nas condutas anteriores.

Ainda no que se refere à abrangência do verbo “usar”⁷⁰⁷ para caracterização da conduta típica, existem as hipóteses de *insider non trading*, identificadas como aquelas em que o iniciado não executa a operação que pretendia realizar, em razão da informação relevante que possui, ou então, as que ocorrem nos casos em que o iniciado, tendo acesso à informação relevante, cancela ou modifica a ordem que havia dado para negociar os títulos.

A doutrina diverge acerca da adequação típica de tais condutas omissivas. Um segmento doutrinário analisa essa situação sob a ótica da *comissão por omissão*⁷⁰⁸, enquanto outro setor entende tais hipóteses em que o iniciado deixa de negociar ou de executar a transação que havia começado como modalidades de *uso da informação privilegiada*⁷⁰⁹. Há, ademais, parte da doutrina que entende atípicas as condutas agrupadas sob a denominação *insider non trading*, ainda que a abstenção de negociar resulte em benefício, pois consideram que não há violação do bem

⁷⁰⁷ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 361, afirma que a modalidade de “usar” deve ser entendida como uma “negociação” realizada pelo iniciado e por conseguinte, implica uma atividade de compra ou venda de títulos.

⁷⁰⁸ Neste sentido, FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, p. 115; GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, p. 371; BAJO FERNÁNDEZ, Miguel: Uso de Información Privilegiada, em *El Nuevo Código Penal: Presupuestos y Fundamentos*, Libro Homenaje al Profesor Doctor Don Ángel Torío López, Granada: 1999, p. 646.

⁷⁰⁹ Assim, por ex., PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 374; NIETO MARTÍN, Adán: “The times they are a changing’: También para el Insider Trading: Caso Tabacalera”, em *Fraude a Consumidores y Derecho Penal. Fundamentos y talleres de leading cases*. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO e Víctor GÓMEZ MARTÍNS, coord. Vicente VALIENTE IVÁÑEZ, Madrid: 2016, p. 447. Contrariamente: VEGA GUTIÉRREZ, José Zamyr: *Mercado de Valores en Derecho Penal – Abuso de información privilegiada bursátil: “Insider Trading”*, Madrid: 2013, p. 317; VEGA GUTIÉRREZ, José Zamyr: “Problemas de tipicidad en las modalidades de *insider trading* (art. 285 CP)”, em *LLP*, nº 84, pp. 46 e ss; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 361.

jurídico tutelado e porque “a informação privilegiada não suporta qualquer *input* negocial no mercado”⁷¹⁰.

Como menciona PRIETO DEL PINO⁷¹¹, nas hipóteses que caracterizam o *insider non-trading*, ainda que o iniciado seja auferir vantagem, ou mantém a posição acionária que já possuía antes de saber a informação relevante desfavorável à empresa, decidindo não vender seus títulos, ou mantém a carteira acionária ao decidir não comprar mais ações da empresa emitente ao saber de uma informação privilegiada relativa a um acontecimento futuro favorável à empresa emitente, sem que sua conduta influencie, em quaisquer das situações, na formação da cotização dos títulos.

Assim, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, acertadamente, em nossa visão, descarta as duas primeiras soluções, afirmando que não é possível considerar abarcado no contexto do verbo “usar” a conduta de quem, valendo-se da informação relevante, deixa de negociar, porque, em que pese o iniciado possuir um *dever de sigilo*, não tem o *dever de negociar*, razão pela qual não se pode equiparar essa conduta com um *agir positivo*. No que tange à outra postura, de enquadrar a conduta como um crime comissivo por omissão, também a afasta, afirmando que não se pode imputar objetivamente um benefício à omissão, “la cual no crea el riesgo de producción del resultado, dado que se trata de um riesgo con un origen completamente diverso a la omisión en sí misma, y sin que, por supuesto, exista para el sujeto un deber de cancelar su ventajosa operación en curso”, acrescentando que o iniciado não tem o dever de levar a cabo as operações prejudiciais ao seu patrimônio “que hubiese proyectado con tal de que se conectasen psicológicamente a su conocimiento privilegiado”⁷¹².

⁷¹⁰ Neste sentido, FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 110; BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo: *Abuso de Informação, Manipulação do Mercado e Responsabilidade Penal das “Pessoas Colectivas”*. “Tipos Cumulativos” e Bens Jurídicos Colectivos na “Globalização”, Lisboa: 2015, p. 456.

⁷¹¹ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 377.

⁷¹² Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 361. No mesmo sentido: BENÍTEZ ORTÚZAR, Ignacio Francisco: *Comen-*

Considerando nossa posição no sentido de que o crime previsto no artigo 285 do CP não é de resultado, mas de mera conduta, tendo em conta o bem jurídico tutelado, entendemos que não pode haver punição pela prática de um delito comissivo omissivo, nos termos do artigo 11 do CP⁷¹³. Também não é possível entender que a modalidade em exame estaria abrangida pelo verbo “usar”, pois o iniciado, em tais situações, não contribui ao processo de formação da cotização, tal qual ocorre no agir positivo de quem negocia valores e, por conseguinte, com sua conduta omissiva, o iniciado não afeta a livre concorrência no mercado de valores.

Do exposto, é preciso concluir pela atipicidade das condutas abarcadas na expressão *insider non-trading*, tanto no Direito espanhol como no Direito brasileiro, conforme será visto oportunamente.

c. OBJETO MATERIAL DA AÇÃO

Inicialmente, é necessário registrar que o artigo 285 do CP situa a abrangência do ilícito aos valores negociados no “mercado organizado, oficial ou reconhecido”. Contudo, a partir do momento em que a LMV reconhece apenas a existência de mercados oficiais ou não oficiais, desde a reforma ocorrida no ano de 1998, ficou obsoleta no art. 285 do CP a menção a “mercado organizado reconhecido”. Fica fora da abrangência do tipo por ora, ademais, a informação relevante para a cotização de valores e instrumentos negociados nos mercados organizados não oficiais, embora reconhecidos pela LMV⁷¹⁴ e pelas últimas normativas europeias.

Antes de examinar o objeto material do artigo 285 CP, é necessário consignar que o artigo 442 do Código Penal espanhol, inserido dentre os crimes que são praticados contra a Administração Pública, manteve o conceito de informação privilegiada constante da norma administrativa vigente naquele momento (artigo 81.2 da LMV, antes da recompilação), ao descrever que deve ser assim

tarios al Código Penal, Tomo IX., dir. Manuel COBO DEL ROSAL, Madrid: 2005, p. 373, com fundamento no fato de ser vedada a analogia *in malam partem* no Direito penal.

⁷¹³ Vid., neste sentido, HERNANDEZ SAINZ, Esther: “La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada”, em *Actualidad Penal*, nº09, Madrid: 1997, p. 193.

⁷¹⁴ Vid., com detalhes, PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 334.

entendida ‘toda información de carácter concreto que se tenga exclusivamente por razón del oficio o cargo público y que no haya sido notificada, publicada o divulgada’. Releva notar que o crime em tela se distingue da conduta descrita no artigo 285 do CP por ser restrito ao funcionário público ou autoridade que, a fim de obter proveito econômico para si ou para terceiro, faz uso de segredo ou de informação privilegiada a que teve acesso em razão de seu cargo ou ofício⁷¹⁵⁻⁷¹⁶.

O art. 285 do CP, de outra banda, situado no âmbito dos Crimes relativos ao Mercado e aos Consumidores, não menciona expressamente o uso de informação privilegiada no mercado de valores, mas sim o uso de *información relevante* para a cotização de valores. A norma não explica o que se deve entender por *información relevante*. Assim, um segmento da doutrina afirma a possibilidade de se integrar a esse artigo a noção de informação privilegiada que se recolhe do art. 442 do Código Penal e que, a seu turno, é extraída do art. 226 (antigo artigo 81.2) da LMV recompilada⁷¹⁷ e da Diretiva Comunitária⁷¹⁸, como se viu alhures. A possibi-

⁷¹⁵ Art. 442. La autoridad o funcionario público que haga uso de un secreto del que tenga conocimiento por razón de su oficio o cargo, o de una información privilegiada, con ánimo de obtener un beneficio económico para sí o para un tercero, incurrirá en las penas de multa del tanto al triplo del beneficio perseguido, obtenido o facilitado e inhabilitación especial para empleo o cargo público y para el ejercicio del derecho de sufragio pasivo por tiempo de dos a cuatro años. Si obtuviere el beneficio perseguido se impondrán las penas de prisión de uno a tres años, multa del tanto al séxtuplo del beneficio perseguido, obtenido o facilitado e inhabilitación especial para empleo o cargo público y para el ejercicio del derecho de sufragio pasivo por tiempo de cuatro a seis años.

Si resultara grave daño para la causa pública o para tercero, la pena será de prisión de uno a seis años, e inhabilitación especial para empleo o cargo público y para el ejercicio del derecho de sufragio pasivo por tiempo de nueve a doce años. A los efectos de este artículo se entiende por información privilegiada toda información de carácter concreto que se tenga exclusivamente por razón del oficio o cargo público y que no haya sido notificada, publicada o divulgada.

⁷¹⁶ Cfr. MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Madrid, 2006, pp. 83-84, o qual é partidário da adoção de uma fórmula intermédia para consolidação do rol de sujeitos ativos da infração, pela qual aos poucos se vá incluindo outras pessoas, além das que recebem a informação no âmbito da própria entidade emissora, como aquelas que o façam em razão de sua atividade exercida em qualquer outra entidade relacionada com a emissora, ou em razão de sua posição social, de seu trabalho, de suas atividades delitivas ou de qualquer outro meio que possa ser demonstrado e que implique conhecimento por parte do sujeito quanto à importância da informação e quanto ao seu caráter reservado.

⁷¹⁷ Neste sentido: JERICÓ OJER, Leticia: “Utilización de información privilegiada en el ámbito del Mercado de Valores”, em *Derecho Penal de la Empresa*, Directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Cordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Nava-

lidade de assim se entender dá-se em função da coincidência de dois elementos em ambos os tipos, a saber: a exigência de idoneidade para se produzir um benefício – ou o caráter concreto da informação⁷¹⁹ - e o fato de que a informação se adquire em razão de ofício, cargo, atividade profissional ou empresarial⁷²⁰.

Há, de certo modo, uma confluência de significados entre *informação relevante* e *informação privilegiada*, ficando marcada a distinção entre os delitos em razão do sujeito que pratica a conduta – autoridade/funcionário público na hipótese do artigo 442 CP, com o propósito de proteger a Administração Pública e os profissionais, ou, na situação retratada no artigo 285 do CP, para tutelar o mercado de valores⁷²¹. Ademais, o conceito de informação privilegiada contido na LMV se amolda perfeitamente à conduta descrita no artigo 285 CP⁷²².

rra: 2002, p. 182; MARTÍN PALLÍN, José Antonio: “Uso de información relevante para la cotización en mercado de valores”, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*, Madrid: 1997, p. 160.

⁷¹⁸ Entendendo que a definição deve seguir o conceito de informação privilegiada da Diretiva: MIGUEL BAJO: Uso de Información Privilegiada, em *Cuadernos de Derecho Judicial: Empresa y Derecho Penal II*, Madrid: 1999, p.125; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Jacobo: “El Abuso de Información Privilegiada”, em *Curso de Derecho Penal Económico*, dir. Enrique BACIGALUPO, Madrid: 2005, p. 352; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: “El moderno derecho penal para una sociedad de riesgos”, em *Poder Judicial*, Madrid: 1997, p. 315; QUINTANAR DÍEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, p. 61; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 356.

⁷¹⁹ Vid. MUÑOZ CONDE: *Violación de Secretos. Uso Indebido de Información Privilegiada*. Instituto Andaluz de Administración Pública, Sevilla: 1998, p. 12, refere que a informação privilegiada para o artigo 442 CP é a que tem caráter concreto (referida a um âmbito determinado) e é desconhecida do público (não foi divulgada, notificada ou publicada).

⁷²⁰ Vid. JERICÓ OJER, Leticia: “Utilización de información privilegiada en el ámbito del Mercado de Valores”, em *Derecho Penal de la Empresa*, Directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Cordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Navarra: 2002, p. 185.

⁷²¹ Nesse sentido: MIGUEL BAJO: Uso de Información Privilegiada, em *Cuadernos de Derecho Judicial: Empresa y Derecho Penal II*, Madrid: 1999, p.127; MARTÍNEZ FLÓRES, Aurora: “Sobre los destinatarios de la Prohibición de usar información privilegiada (artículo 81.2 de la ley del mercado de valores española)”, em *Derecho de Sociedades, Libro en Homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, Volumen III, pp. 2809-2810; MIGUEL BAJO: *Diccionario de Derecho Penal Económico*, dir. J. BOIX REIG, coord. P. LLORIA GARCÍA, Madrid: 2008, p. 520. Contrariamente, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Jacobo: “El Abuso de Información Privilegiada”, em *Curso de Derecho Penal Económico*, dir. Enrique BACIGALUPO, Madrid: 2005, p. 363, entende que o Código Penal utiliza o termo ‘informação privilegiada’ em um sentido distinto da Diretiva comunitária e distinto da LMV, uma vez que a expressão

Inobstante o debate intenso quanto à falta de precisão terminológica, a doutrina é uníssona⁷²³ em apontar as características principais que deve conter a informação que integra o tipo do artigo 285 do CP: relevância para a cotização⁷²⁴; não ter sido publicada⁷²⁵; e ter sido obtida por meio da atividade profissional ou empresarial⁷²⁶.

Considerando que o aprofundamento do estudo quanto ao conceito, abrangência e limites da informação relevante ou privilegiada já se fez anteriormente, nos limitaremos a enunciar brevemente os elementos que integram o conteúdo material do tipo.

informação privilegiada sempre se refere ao abuso de informação no mercado de valores, enquanto que o Código Penal aplica esse conceito à informação que se obtenha em razão de cargo público.

⁷²² Vid. RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia, 1997, p. 342.

⁷²³ Vid., por todos: BENÍTEZ ORTÚZAR, Ignacio Francisco: “El uso de información relevante para la cotización en el mercado de valores. Relevancia jurídico-penal del “Insider Trading””, em *Estudios Penales en Homenaje al Profesor Cobo del Rosal*, Madrid: 2005, p. 94.

⁷²⁴ LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Jacobo: “El Abuso de Información Privilegiada”, em *Curso de Derecho Penal Económico*, dir. Enrique BACIGALUPO, Madrid: 2005, p. 335, exemplifica o tipo de informação relevante que pode alterar a cotização de ações no mercado: a informação de que uma empresa petrolífera descobriu novos postos de petróleo, pode fazer com que alguém compre suas ações antes de subir a cotização dessas; a informação de que um banco ou empresa sofrerá uma intervenção, pode possibilitar que a pessoa titular das ações as venda antes de o preço cair (o que deve ocorrer quando a informação vier a público); uma oferta pública ou uma fusão de empresas produz a subida das cotizações das ações, assim, se alguém recebe essa informação antes de que a oferta ou a fusão venham a público, e compra ações da empresa, seguramente ganhará muito dinheiro quando houver a publicidade.

⁷²⁵ Vid. MIGUEL BAJO: *Diccionario de Derecho Penal Económico*, dir. J. BOIX REIG, coord. P. LLORIA GARCÍA, Madrid: 2008, pp. 520-522, o qual destaca que para o correto funcionamento do mercado deve haver confiança do investidor e, a fim de se assegurar isso, a lei exige a neutralidade da informação circulante, sob pena de haver privilegio para quem conhece uma informação relevante de forma tal que altere a igualdade de oportunidades dos participantes do mercado. Assim, o autor afirma que do conceito legal existente na LMV, extrai-se os três elementos que deve conter a informação privilegiada: informação *reservada*, *concreta e sensível*.

⁷²⁶ Cfr. MIGUEL BAJO: “Uso de Información Privilegiada”, em *Cuadernos de Derecho Judicial: Empresa y Derecho Penal II*, Madrid: 1999, p.137, acrescenta mais esse requisito.

i. INFORMAÇÃO AINDA NÃO TORNADA PÚBLICA

Embora inexista no artigo 285 CP espanhol a exigência de que a informação ainda não tenha sido publicada, assim deve ser interpretado por uma questão de lógica e coerência, pois quando a norma menciona que o sujeito teve *acesso reservado* à informação, está necessariamente se referindo a uma informação ainda não conhecida do público, que tem um caráter confidencial⁷²⁷.

O artigo 442 do CP espanhol, ao contrário, expressamente refere que a informação privilegiada não deve ter sido *notificada, publicada* ou *divulgada*, indicando que o legislador pretendeu prever todas as hipóteses em que a informação privilegiada, a *contrario sensu*, deve ficar resguardada.

No plano administrativo, a reforma do então artigo 81 da Ley 24/1988, de 28 de julho (LMV) - que no apartado 2 mencionava a expressão “que no haya sido dada a conocer al público” - operada pela Ley 9/1991, de 22 de março, incorporou literalmente os termos da Diretiva 89/592, em vigor naquele momento, que determinava a publicação de toda a informação que tenha se tornado pública.

MIGUEL BAJO afirma⁷²⁸ que a informação privilegiada, identificada como aquela não tornada pública ainda, é da essência do sistema e por isso, deve ser comunicada ao mercado a fim de se assegurar a necessária transparência e a igualdade entre os investidores. É correta tal afirmação, pois é ínsito ao sistema que a informação seja conhecida primeiramente pelas pessoas que ocupam uma posição profissional na empresa emissora e ademais, a não publicação momentânea da informação pode atender a necessidades e peculiaridades da empresa, nas mais diversas áreas – comercial, de marketing, financeira – como já se demonstrou. Contudo, em um dado momento essa informação deve vir a público, de forma a assegurar a perseguida simetria entre os investidores.

⁷²⁷ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 356.

⁷²⁸ Assim, MIGUEL BAJO: “Uso de Información Privilegiada”, em *Cuadernos de Derecho Judicial: Empresa y Derecho Penal II*, Madrid: 1999, p.133. Opinião coincidente com ARROYO ZAPATERO, Luis: “El abuso de información privilegiada en el derecho español”, em *Estudios de Derecho Penal Económico*, vol. 18, Colección Estudios, Editores Luis Arroyo Zapatero e Klaus Tiedemann, p. 69.

De fato, a publicidade da informação pode ser analisada sob diversos critérios. Sob o aspecto quantitativo, a informação será pública quando se tornar conhecida por um número razoável de pessoas⁷²⁹. Assim, um segmento da doutrina entende que a informação começa a ser pública quando qualquer investidor tenha a possibilidade real de conhecê-la, ou seja, quando o acesso à informação seja viável⁷³⁰. Contudo, trata-se de um critério pouco seguro para se utilizar, por ser pouco preciso⁷³¹.

Um segundo critério seria o da *difusão*, ocorrida quando se envia a informação para publicação. Entretanto, o foco desse critério está no meio utilizado para divulgação da notícia e não no fato de que essa seja mesmo conhecida pelos investidores. Assim, orienta-se a utilização do critério da *acessibilidade*⁷³², pelo qual uma informação deixa de ser reservada quando todos os investidores possam dela conhecer, em tese.

Com razão a afirmação de que no mercado de valores é preciso conjugar o segredo com a máxima informação pública⁷³³. Em verdade, ao analisar-se o tipo penal, não se extrai um dever de segredo⁷³⁴, mas sim um dever de evitar negociar antes de a informação relevante tornar-se conhecida do público, devendo ser assim entendida a informação que pode ser acessada por qualquer investidor – seja

⁷²⁹ Ver MIGUEL BAJO: *Diccionario de Derecho Penal Económico*, dir. J. BOIX REIG, coord. P. LLORIA GARCÍA, Madrid: 2008, p. 523.

⁷³⁰ Nesse sentido: JERICÓ OJER, Leticia: “Utilización de información privilegiada en el ámbito del Mercado de Valores”, em *Derecho Penal de la Empresa*, Directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Cordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Navarra: 2002, p. 186.

⁷³¹ Cfr. MIGUEL BAJO: *Diccionario de Derecho Penal Económico*, dir. J. BOIX REIG, coord. P. LLORIA GARCÍA, Madrid: 2008, p. 523.

⁷³² Vid. MIGUEL BAJO: *Diccionario de Derecho Penal Económico*, dir. J. BOIX REIG, coord. P. LLORIA GARCÍA, Madrid: 2008, p. 523.

⁷³³ Nesse sentido: LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: “El Abuso de Información Privilegiada”, em *Curso de Derecho Penal Económico*, dir. Enrique BACIGALUPO, Madrid: 2005, p. 335; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: “El moderno derecho penal para una sociedad de riesgos”, em *Poder Judicial*, Madrid: 1997, p. 314.

⁷³⁴ Assim, HERNANDEZ SAINZ, Esther: “La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada”, em *Actualidad Penal*, Madrid: 1997, pp. 197-198; BAJO FERNÁNDEZ: *Diccionario de Derecho Penal Económico*, dir. J. BOIX REIG, coord. P. LLORIA GARCÍA, Madrid: 2008, p. 522.

pela circulação em um boletim do mercado ou por outro meio de comunicação pública⁷³⁵.

Nesse contexto, é importante trazer a exame o que está expresso no Considerando nº 14 do Regulamento 2014/596/UE, em que se ressalta, uma vez mais, a importância de se garantir que o investidor tenha acesso à informação antes de negociar: “investidores razoáveis baseiam as suas decisões de investimento nas informações colocadas à sua disposição, isto é, informações disponíveis *ex ante*. Por conseguinte, a questão de saber se um investidor razoável, ao tomar a sua decisão de investimento é suscetível de ter em conta uma dada informação, deverá ser apreciada com base na informação disponível *ex ante*. Esta avaliação deve ter em conta o impacto previsível das informações, à luz do conjunto das atividades do emitente com elas relacionadas, a fiabilidade da fonte de informação e quaisquer outras variáveis do mercado que, nas circunstâncias em causa, possam afetar os instrumentos financeiros, os contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou os produtos leiloados com base nas licenças de emissão”.

O estudo do funcionamento do mercado de valores revela a pertinência dessa avaliação, que hoje integra o texto de uma importante regulamentação europeia na área de abuso de mercado. O juízo sobre a idoneidade da notícia ao fim pretendido deve ser feito *ex ante*, enquanto, de outro lado, a avaliação quanto à influência sensível no preço, deve-se dar com prognóstico póstumo, comparando tendências de preços antes e após a divulgação da notícia, ou seja, *ex post*⁷³⁶.

⁷³⁵ Vid., neste sentido: HERNANDEZ SAINZ, Esther: ob. cit., pp. 197-8; FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, pp. 92 e 93; PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 321, estima ser suficiente que a informação tenha sido publicada e se encontre à disposição dos investidores; RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia, 1997, p. 146, concorda com a afirmação de que a informação *não pública* nem sempre corresponde a um segredo da empresa.

⁷³⁶ Cfr. CARRIERO, Giuseppe: Insider trading, em *Argomenti di Diritto degli Intermediari e dei Mercati Finanziari*. G. Giappichelli Editore, Torino: 2000, p. 362; FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, p. 96; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 358; GÓMEZ INIESTA, Diego José:

Do exposto, a conclusão a que se chega é que a informação é privilegiada apenas em razão de uma questão temporal, pois a qualquer momento deve vir a público⁷³⁷.

ii. INFORMAÇÃO RELEVANTE PARA A COTIZAÇÃO

A crise econômica no ano de 2008 gerou fortes oscilações no mercado de valores, acarretando um retrocesso médio na cotização dos principais mercados mundiais, estimado em 40%, ao mesmo tempo em que a volatilidade das cotizações atingiu patamares até então desconhecidos⁷³⁸.

Os títulos transacionados no mercado de valores não possuem um valor intrínseco e valem no mercado de acordo com a situação atual da empresa emissora e com os seus planos futuros⁷³⁹ e, por esse motivo, a informação que circula no mercado de valores adquire papel relevante para a configuração dos preços.

O artigo 285 do CP não descreve o que se deve compreender por informação relevante. Entretanto, refere que esta deve ser considerada relevante em razão da cotização de qualquer classe de valores ou instrumentos negociados em algum mercado, oficial ou reconhecido, a que o agente teve acesso em caráter reservado. Todas essas expressões são elementos normativos do tipo que, para correta compreensão, devem ser interpretados à luz da LMV⁷⁴⁰, embora não haja remis-

La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores, Madrid: 1997, pp. 405 e ss.; PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 325-326; No mesmo sentido, MIGUEL BAJO: *Diccionario de Derecho Penal Económico*, Madrid: 2008, p. 525.

⁷³⁷ Neste sentido: CASTRO MORENO, Abraham e OTERO GONZÁLEZ, Pilar: *El Abuso de Información Privilegiada en la Función Pública*, Colección los Delitos, Valencia: 2007, p. 93.

⁷³⁸ Vid. RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel e HUERTA VIESCA, Maria Isabel: “Emisores e Internet ante los Criterios de la CMNV para la Gestión de Noticias y Rumores Difundidos sobre Valores Cotizados”, em *RDBB*, 2009, p. 168.

⁷³⁹ Vid. SÁNCHEZ GUILARTE, J. e TAPIA HERMIDA, A.J.: “El abuso de información privilegiada (insider trading y operaciones de iniciados)”, em *RDBB*, n. 28, 1987, p. 763.

⁷⁴⁰ Assim, BAJO FERNÁNDEZ, Miguel: Uso de Información Privilegiada, em *El Nuevo Código Penal: Presupuestos y Fundamentos*, Libro Homenaje al Profesor Doctor Don Ángel Torío López. Granada: 1999, p. 647. No mesmo sentido, CASTRO MORENO, Abraham e OTERO GONZÁLEZ, Pilar: *El Abuso de Información Privilegiada en la Función Pública*, Colección los Delitos, Valencia: 2007, p. 99; PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 317, a qual

são expressa a respeito. Estando-se diante de um conceito jurídico indeterminado, exige-se a concretude judicial em cada caso a ser examinado.

Considerando-se que o conceito de *informação relevante a que se teve acesso reservado* não deflui da própria norma penal, deve-se buscar determinadas ferramentas que auxiliam o intérprete, dentre as quais, a utilização da técnica da acessoriedade administrativa. Assim, a Carta Circular 14/1998 indicava que o fato relevante deve ser comunicado pela via mais rápida e eficiente à CNMV no momento em que se o conhece e, em se tratando de uma decisão, no momento em que esta é adotada. A CNMV, a seu turno, de acordo com a mesma Carta Circular, deveria comunicar imediatamente o fato relevante à Bolsa de Valores, além de dar publicidade do comunicado em sua página *web*. Tais regulamentações passaram a constar da LMV após reforma ocorrida no ano de 2002, em boa hora, pois as Cartas Circulares da CMNV tiveram vida breve, até o ano 2000, como teremos oportunidade de explicitar mais adiante.

Encontra-se na doutrina uma classificação dogmática quanto ao critério que pode ser utilizado para estabelecer o limite de influência da informação privilegiada: a) um critério qualitativo, que avalia o quanto a informação influencia um investidor no mercado⁷⁴¹; b) um critério objetivo, centrado na influência da informação sobre os valores – segundo o qual um mercado é informativamente eficiente quando seus preços contemplam de forma correta a informação disponível aos in-

menciona que a utilização do conceito de informação privilegiada dada pela LMV e pelas Diretivas europeias deve ser apenas o ponto de partida no processo de delimitação do objeto material do delito de iniciados; FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, pp. 92 e ss.; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 138.

⁷⁴¹ Esse, como se viu no capítulo primeiro, é o critério utilizado nos EUA, em que se utiliza o padrão identificado na expressão “reasonable shareholder”, ou investidor razoável. Ver, no sentido da adoção desse critério: FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra: 2006, p. 54, os quais entendem que o critério quantitativo reduziria as dificuldades interpretativas e contribuiria para a segurança jurídica, mas não leva em conta a “volatilidade” dos valores mobiliários negociados em mercados que denominam *reativos*. Por isso a opção dos autores por critérios flexíveis, de natureza qualitativa.

vestidores⁷⁴²; c) um critério misto, pelo qual se reputa relevante a incidência global sobre o mercado⁷⁴³.

Como se viu, as normativas europeias definiram-se pelo conceito de ‘investidor médio’, traduzido na expressão “investidor razoável”, para determinar que tipo de informação deve ser considerada relevante para a cotização⁷⁴⁴, segundo se depreende do Considerando nº 14 do Regulamento 2014/596/UE transcrito no item anterior, o que indicaria a prevalência de um critério subjetivo. Todo o critério de natureza exclusivamente subjetiva deve ser visto com cautela, porque é de difícil aferição no caso concreto, dado o caráter impessoal e despersonalizado de quem atua no mercado de valores, mormente se considerarmos que hoje em dia há grupos e fundos de investimento atuando maciçamente neste segmento.

O critério objetivo, por outro lado, é o que respalda a teoria da eficiência informativa ou teoria do mercado eficiente, pela qual, quanto mais os preços dos valores absorvam a informação, maior será o grau que se possa afirmar sejam o reflexo dessa e mais adequadamente isso poderá ser transmitido aos investidores, servindo de orientação a suas decisões de investimento⁷⁴⁵. Sem dúvida, é um critério que atende ao padrão de segurança jurídica, porém, isoladamente considerado, também não parece ser o melhor método, porque acabaria gerando uma disparidade de entendimentos quantos à capacidade de a informação alterar o preço de um títu-

⁷⁴² Esse é o critério adotado por PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, pp. 108 e 327-330. No mesmo sentido: HERNANDEZ SAINZ, Esther: “La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada”, em *Actualidad Penal*, Madrid: 1997, p. 195, a qual afirma que, a fim de obter maior segurança jurídica, é recomendável que a relevância da informação seja considerada com critérios objetivos, ou seja, verificando-se apenas o conteúdo da informação e não a análise que dela fará a pessoa que a utilizar.

⁷⁴³ Para aprofundar o exame, ver RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades en la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 150. A adoção desse critério parece ser defendida por JERICÓ OJER, Leticia: “Utilización de información privilegiada en el ámbito del Mercado de Valores”, em *Derecho Penal de la Empresa*, Directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Cordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Navarra: 2002, p. 186, quando afirma que para aferir a relevância deve ser utilizado o critério objetivo *ex ante* e a influência sobre a figura do investidor *sensato* ou *médio*.

⁷⁴⁴ QUINTANAR DÍEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, p. 66, também usa a expressão *sensato investidor*.

⁷⁴⁵ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 108.

lo, comparando-se o conhecimento dos analistas e profissionais do mercado, no que se refere à atuação dos investidores sem muita experiência no ramo. Assim, o componente subjetivo também é importante, em certa medida.

Frente a esse quadro, entendemos que o critério que melhor contempla os elementos que indicam a relevância de uma informação é o misto, pois a utilização do critério objetivo, identificado pela capacidade da informação de afetar o preço de um título, deve ser conjugada com a aptidão que essa informação tem para influenciar a decisão a ser tomada por um investidor. Com efeito, essa foi a opção do legislador espanhol, ao consagrar na LMV no atual artigo 228.1 (da recompilação) que “Se considerará información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario”.

É certo que a informação relevante deve possuir um significado econômico pois, ao utilizá-la, o agente busca obter algum proveito patrimonial⁷⁴⁶. Desde a primeira Diretiva europeia, em 1989, que introduziu a noção de *carácter concreto* da informação, todas as subsequentes fazem alusão à expressão, como explicitação do conceito de *información relevante*. Contudo, para fins de enquadramento penal, no sistema espanhol não se exige uma influência concreta, mas tão somente a possibilidade de que a informação possa influenciar o preço de compra e venda de ações. Afinal, quando o legislador quis atribuir esse *carácter concreto* à informação, o fez de forma expressa no artigo 442 do CP e essa distinção tem uma lógica, pois nessa modalidade, o bem jurídico tutelado é a Administração Pública, admitindo-se o estabelecimento de padrões muito definidos quanto ao conteúdo da informação privilegiada. Já na conduta criminalizada pelo artigo 285 do CP, que tem o objeto de proteção na confiança no correto funcionamento do mercado de valores, os fatos relevantes, com potencialidade de afetar a cotização, podem ser das mais diversas ordens, não sendo conveniente exigir-se um tal nível de concre-

⁷⁴⁶ Neste sentido: JERICÓ OJER, Leticia: “Utilización de información privilegiada en el ámbito del Mercado de Valores”, em *Derecho Penal de la Empresa*, Directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Cordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Navarra: 2002, p. 180; CASTRO MORENO, Abraham e OTERO GONZÁLEZ, Pilar: *El Abuso de Información Privilegiada em la Función Pública*, Colección los Delitos, Valencia: 2007, p. 89.

ção⁷⁴⁷, já que esta vem determinada pela relevância e pela possibilidade de influir na decisão do investidor razoável.

Embora tenha resultado em absolvição por falta de provas na Audiencia Nacional de Madrid⁷⁴⁸, verifica-se do voto particular (que restou vencido) de um julgado por crime de uso de informação privilegiada importante análise sobre a potencial influência na cotização, acolhendo as conclusões doutrinárias antes expostas:

(...)El Sr. Alfonso, y por extensión el Sr. Lucio, disponían, como se declara probado, de información privilegiada reservada solo para un grupo mínimo de personas. Esa información abarcaba no solo al hecho de una OPA cierta y viable en cuanto que había obtenido financiación, sino que también era inminente. Ello, además de una información privilegiada, es una información relevante que se refiere a un hecho "crítico", es decir no habitual, que potencialmente podría tener una gran influencia en el precio de las acciones. Independientemente de cual fuera el comportamiento final del mercado, en un razonable análisis ex ante o de pronóstico de situaciones futuras, permitía aventurar importantes cambios en el precio de las acciones. Además de la información, el análisis sobre la relevancia económica de ésta por parte de un sujeto experto como el Sr. Alfonso, es lo que sin duda le llevó, y por su consejo al Sr. Lucio, a trasgrediendo normas básicas de comportamiento ético y jurídico de aquellos que profesionalmente ocupan determinadas posiciones en la actividad financiera, a efectuar varias operaciones en corto altamente especulativas totalmente apegadas al factor OPA que conocían, el primero utilizando instrumentos financieros netamente especulativos como son los CFDs, es decir sin dinero contante, que les produjo un importante beneficio económico, en el caso del Sr. Alfonso, de 868.027,82 #. Esta situación hizo saltar

⁷⁴⁷ Vid. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 342, defende que deve ser valorado positivamente o fato de que o artigo 285 do CP não exija a concreção ou precisão da informação privilegiada, pois exigir concreção significaria admitir que o evento ao qual se refere a informação possua perfis definidos e que sua verificação resulte certa. Contrariamente: MIGUEL BAJO: *Diccionario de Derecho Penal Económico*, pp. 522-525, o qual entende o que o conceito de informação privilegiada dado pela LMV exige que essa seja reservada, concreta e sensível. Assim, afirma que: “El carácter concreto de la información – antes de la Ley 44/2002 – debía versar sobre los valores o sus emisores; sin embargo, en su redacción actual, el artículo 81 señala que la información puede referirse tanto directa como indirectamente a los mismos. En nuestra opinión, esta expresión viene a aclarar que la información que deve tratarse de forma reservada y sin incurrir en las conductas recogidas en el artículo 81.2 LMV, puede ser una información concreta que no se refiera a los valores o emisores, sino a un tercer elemento que pueda influir en la cotización: situación de mercados, operaciones posibles de clientes, decisiones empresariales de todo tipo que puedan afectar a los valores, etc.”

⁷⁴⁸ Sentencia de la Audiencia Nacional de Madrid 744/2014, de 15-01-2014.

los sistemas de alarmas de las autoridades de control bursátil norteamericanas.

Respecto de las periciales, cabe decir, aparte de que sus conclusiones deben ser analizadas críticamente, sin olvidar desde luego que son periciales de parte, se limitan a realizar un análisis ex post y claramente intentan resaltar ciertos aspectos en detrimento de otros, restándole valor a la información utilizada por el Sr. Alfonso, por vía de los resultados o del comportamiento del mercado que ellos estiman que se ha producido y la influencia de la OPA en el precio final de la acciones, más que desde la perspectiva de lo que influyó en el sujeto en el momento de actuar y de lo que era previsible que se produjera para lanzarse a una operación que, digan lo que digan, resulta obvio que fue muy beneficiosa económicamente para el Sr. Alfonso y el Sr. Lucio, y que para ello estuvo en todo momento apegada a la marcha de la OPA, de cuyo lanzamiento, fechas y otras vicisitudes tenían certeza y no manejaban a título de simple rumor. (sem destaques no original)

Quanto ao momento em que se considera que a informação deixa de ser relevante, não basta com a simples disponibilização desta ao público, como bem se observou⁷⁴⁹, pois esse é um juízo a ser feito em cada caso concreto, de acordo com o grau de complexidade dos dados revelados, mediante a utilização de um critério de razoabilidade.

3. A EXISTÊNCIA DE BENEFÍCIO OU PREJUÍZO: RESULTADO LESIVO OU CONDIÇÃO DE OBJETIVA DE PUNIBILIDADE?

Inicialmente, é mister assinalar que o tipo refere à existência de *benefício econômico*, expressão que deve abarcar tanto o ganho - com aumento efetivo do patrimônio -, quanto a evitação de perdas em sentido amplo – o que também aproveitaria ao autor do fato⁷⁵⁰.

O legislador espanhol incluiu na descrição do tipo a assertiva de que deve haver um benefício econômico superior a 600.000 euros ou um prejuízo de idêntica quantidade para que se possa punir alguém pelo crime de uso de informação privilegiada. A par das dificuldades de prova que isso possa gerar na apuração das infrações penais – pois raras vezes tais operações causam danos patrimoniais

⁷⁴⁹ Cfr. PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, p. 323.

⁷⁵⁰ Por todos, vid. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 365.

identificáveis aos particulares⁷⁵¹ -, instaurou-se uma polêmica acirrada na doutrina quanto à classificação jurídica que há de se dar a essa expressão, com reflexos práticos de grande importância.

Destacando as dificuldades hermenêuticas, RODRÍGUEZ MOURULLO⁷⁵² identifica três interpretações possíveis para esse limite monetário no tipo penal, a saber: ver o limite como uma condição objetiva de punibilidade; entender que a obtenção ou causação é resultado típico do crime de uso de informação privilegiada; e a posição mista, que vê efetivamente a obtenção ou causação do prejuízo como resultado típico, porém classifica a exigência de obtenção de quantia superior a 600.000 Euros como uma condição objetiva de punibilidade. A importância do debate acerca do tema cinge-se ao fato de que a eleição de um desses critérios terá efeito imediato no entendimento que se terá sobre o momento consumativo do crime, bem como sobre a prescrição do delito.

Inicialmente, a fixação de quantias mínimas no ordenamento espanhol justifica-se em razão do sistema que se estabelece nos delitos patrimoniais para diferenciar graus diferentes de pena ou a distinção entre os delitos e a falta. Nos crimes econômicos, o que se observa quanto aos patamares mínimos, é que são utilizados para delimitar o âmbito das infrações penais, distinguindo-as dos ilícitos administrativos – tal qual ocorre nos crimes contra a Fazenda Pública e contra a Previdência Social, nos artigos 305 e seguintes do CP, ou na legislação especial de repressão ao contrabando, no artigo 2 da LO 12/1995.

De fato, nas ocasiões em que essa situação foi levada aos Tribunais, entendeu-se que se trata de uma condição objetiva de punibilidade⁷⁵³, basicamente para distinguir o crime da infração administrativa⁷⁵⁴.

⁷⁵¹ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 365.

⁷⁵² Vid. RODRÍGUEZ MOURULLO: La criminalización del uso de información privilegiada entre el sí y el no, en *Anales de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación*, nº 37, Madrid: 2007, p. 605.

⁷⁵³ Nesse sentido: SSTS núm.4.216/1990 de 27 de dezembro, 38/2005, de 28 de janeiro, 643/2005 de 19 de maio, 571/2006 de 21 de abril e 160/2009 de 12 de fevereiro, no que se refere aos crimes contra a Fazenda Pública; SSTS núm. 1156/1997, de 29 de setembro, 435/2002 de 1 de março, 514/2002 de 29 de maio, 2052/2002, de 11 de dezembro, 830/2003 de 9 de junho, 1030/2013, de 28 de novembro, quanto ao delito de fraude de subvenções; STS núm. 646/2014, de 8 de outubro, no que tange ao delito de contrabando. Contrariamente,

Parte da doutrina entende que se está diante de um crime de perigo, no qual o mero uso da informação privilegiada – cuja especial qualificação deve ser medida no momento em que é utilizada - já tem potencialidade lesiva para afetar o bem jurídico protegido, o qual deve se identificar com o próprio funcionamento do mercado e por isso, afirma esse segmento que o limite monetário existente na norma é mera condição objetiva de punibilidade⁷⁵⁵. Para tanto, afirma-se que se trata

a STS 974/2012 de 5 de dezembro, assenta o entendimento da Corte no sentido de que a quantia fixada na norma é elemento objetivo do tipo e se funda no fato de que o injusto penal deve ser compreendido como um plus de antijuridicidade em relação à infração administrativa, sendo que esta se realiza com o mero descumprimento de um dever, sem necessidade de prejuízo; assim, o injusto penal requer o desvalor qualificado do resultado.

⁷⁵⁴ NIETO MARTÍN, Adán: “The times they are a changing’: También para el Insider Trading: Caso Tabacalera”, em *Fraude a Consumidores y Derecho Penal. Fundamentos y talleres de leading cases*. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO e Víctor GÓMEZ MARTÍNS, coord. Vicente VALIENTE IVÁÑEZ, Madrid: 2016, p. 441, recorda que, juntamente ao critério do círculo de autores, o legislador penal espanhol elegeu a constatação de benefício/prejuízo também como critério diferenciador do ilícito penal em relação ao ilícito administrativo, entretanto, observa que a utilização desse último critério torna pouco eficaz a intervenção penal, além de contrariar interesses do Direito da União.

⁷⁵⁵ A condição objetiva de punibilidade, como explica MIR PUIG (*Direito Penal – Fundamentos e Teoria do Direito*, p. 122), afeta o caráter penal da antijuridicidade do fato e assim, dela depende o injusto penal. De opinião que o limite monetário estabelecido no artigo 285 do CP é condição objetiva de punibilidade: MUÑOZ CONDE, Francisco: *Derecho Penal, Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 451; RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 346; RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Comentarios al Código Penal*, dir. L. ARROYO ZAPATERO/I. BERDUGO GÓMEZ DE LA TORRE/J.C. FERRÉ OLIVÉ/N. GARCÍA RIVAS/J.R. SERRANO PIEDECASAS/J.M^a. TERRADILLOS BASOCO, coord. A NIETO MARTÍN/A.I. PÉREZ CEPEDA, p. 634, o qual destaca que a realização do benefício ou do prejuízo não é condição objetiva de punibilidade, mas o limite monetário estabelecido na norma, sim; COLMENERO MENÉNDEZ DE LUARCA, Miguel: *Código Penal Comentado, Tomo I*, pp. 1046-7; QUINTANAR DÍEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, p. 43; MARTÍN PALLÍN, José Antonio: “Uso de información relevante para la cotización em mercado de valores”, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*, Madrid: 1997, pp. 158 e 166-167, o qual acrescenta que ao considerar o crime como de mera atividade, não vê possibilidade de castigar as formas imperfeitas de execução nas modalidades de tentativa previstas no CP; HERNANDEZ SAINZ, Esther: “La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada”, em *Actualidad Penal*, n°09, Madrid: 1997, p. 201; GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: 1997, pp. 378-382; ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, Carlos: *Los Delitos Bursátiles*, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Monografía n° 7, Madrid: 2011, p. 279; FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, pp. 63-64, entende que apenas a modalidade de crime de perigo abstrato é mais idônea e pode proteger o bem jurídico, uma

de um delito contra interesse coletivo que se consuma com a simples conduta do autor em usar a informação ou repassá-la a terceiros, além de se asseverar que a obtenção de benefício econômico ou a causação de prejuízo em patamar superior a 600.000 euros não pode depender apenas da conduta do autor⁷⁵⁶. Nesta hipótese, por evidente, a consequência é que não se admite a modalidade tentada do crime.

Considerável segmento doutrinário, entretanto, entende que o crime é de resultado e que o elemento típico identificado no quantitativo fixado para caracterização do prejuízo ou a obtenção de vantagem é o fator determinante da consumação do ilícito penal⁷⁵⁷, levando à conclusão de que a modalidade admite a forma

vez que a lesão ou a concreta colocação do bem em perigo seriam dificilmente tipificáveis; BARJA DE QUIROGA: *El Abuso de Información Privilegiada*, en *Curso de Derecho Penal Económico*, dir. Enrique BACIGALUPO, pp. 366-367; Contrariamente, BENÍTEZ ORTÚZAR, Ignacio Francisco: *Comentarios al Código Penal*, Tomo IX., dir. Manuel COBO DEL ROSAL, Madrid: 2005, p. 373, acolhe essa posição, considerando que se trata de um delito contra um interesse coletivo, que se consuma com a simples conduta do sujeito; SANTANA VEGA, Dulce María/GÓMEZ MARTÍN, Víctor: *Comentarios al Código Penal*, dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO y Santiago MIR PUIG, Valencia: 2016, p. 631.

⁷⁵⁶ Neste sentido: QUINTANAR DÍEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, pp. 37, 40 e 70.

⁷⁵⁷ Concluem nesse sentido: BAJO FERNÁNDEZ, Miguel y BACIGALUPO SAGGESE, Silvina: *Derecho Penal Económico*, Madrid: 2010, pp. 589-590; FARALDO CABANA, Patricia: “Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994”, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, Santiago de Compostela: 1995, p. 119; MARTÍNEZ-BUJÁN: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, pp. 366-7; MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Madrid, 2006, p. 92; CALDERÓN SUSÍN, Eduardo: “El abuso de Información Privilegiada em el Mercado de Valores”, em *Cuadernos de Derecho Judicial: Delitos Socioeconómicos em el Nuevo Código Penal*, Madrid: 1996, p. 243; JERICÓ OJER, Leticia: “Utilización de información privilegiada em el ámbito del Mercado de Valores”, em *Derecho Penal de la Empresa*, Directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Cordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Navarra: 2002, p. 203; RAMÓN RUIZ, Luis: “El Abuso de Información Privilegiada em Derecho Español”, em *La Regulación del Mercado de Valores (Estudio de Derecho Peruano y Español)*, coord. RUÍZ RODRÍGUEZ/REYNA ALFARO/TERRADILLOS BASOCO/PORTOCARRERO ZAMORA, Lima: 2001, p. 116; SANTANA VEGA, Dulce María/GÓMEZ MARTÍN, Víctor: *Comentarios al Código Penal*, dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO y Santiago MIR PUIG, Valencia: 2016, p. 674; GÓMEZ LANZ, Javier: “Derecho Penal y Mercado de Valores”, em *Derecho de la Regulación Económica. II Mercado de Valores*, dir. Antonio JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, coord. Daniel Buno ENTRENA RUIZ, Colección dirigida por Santiago NUÑOZ MACHADO, Madrid: 2009, p. 601; GONZÁLEZ CUSSAC, José Luís/ MATA LLÍN EVANGELIO, Ángela/ORTS BERENGUER, Enrique/ROIG TORRES, Margarita: *Esquemas de Derecho Penal. Parte Especial*, Valencia: 2010, p. 202; QUERALT JIMÉNEZ, Joan J.: *Derecho penal español. Parte especial. Manuales de Derecho Penal*, Barcelona: 2010, p. 626.

tentada do crime quando o agir do *insider* for idôneo para a obtenção do benefício ou do prejuízo, que não se consuma por circunstâncias alheias a sua vontade. As razões para tanto são de ordem *gramatical*, com o emprego no tipo do gerúndio “obtuvier”; *funcional*, sob pena de ter-se que provar que o dolo do autor abarcaria a produção de um resultado superior a 600.000 Euros, com reflexos na impunidade de tais condutas; e *dogmáticas*, uma vez que a obtenção do benefício não supõe lesão ao bem jurídico, pois o delito não é patrimonial⁷⁵⁸. Para os que assim compreendem, exige-se a existência de imputação objetiva e de um nexos causal entre o resultado e o uso da informação, ademais de entender-se que esse resultado deve ser abarcado pelo dolo do sujeito.

Há, ainda, quem entenda que a classificação do crime como de perigo ou de resultado dependerá do contorno que se dê ao bem jurídico protegido. Assim, se a utilização da informação privilegiada põe em perigo, em última instância, o bom funcionamento do mercado de valores, o crime é de perigo⁷⁵⁹. De outro lado, a se entender que o bem jurídico imediato é o dever especial de lealdade e confiança que deve reinar naquele entorno, o delito é de lesão - não uma lesão patrimonial, mas lesão do dever de lealdade⁷⁶⁰.

Entretanto, em que pese não ter adentrado ao exame de considerar o limite monetário do tipo como condição objetiva de punibilidade ou como resultado material do crime, ao reconhecer a prescrição ao Caso Tabacalera, como também ficou conhecido, a Sentença do Tribunal Supremo, Sala de lo Penal, nº 1.136/2010, de 21.12.2010, ao julgar o recurso de cassação, analisou as teorias doutrinárias existentes sobre o momento consumativo do crime de uso de informação privilegiada, chegando à conclusão que o marco a partir do qual tem início o prazo prescricional – que coincide com a consumação do delito – é o momento em que a infor-

⁷⁵⁸ Cfr. RODRÍGUEZ MOURULLO: La criminalización del uso de información privilegiada entre el sí y el no, en *Anales de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación*, nº 37, Madrid: 2007, p. 607, que também acolhe o entendimento de que o crime é de resultado.

⁷⁵⁹ Vid. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 365.

⁷⁶⁰ Esse é o pensamento JERICÓ OJER, Leticia: “Utilización de información privilegiada en el ámbito del Mercado de Valores”, em *Derecho Penal de la Empresa*, Directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Cordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Navarra: 2002, p. 202.

mação privilegiada se torna pública e tem impacto no mercado, atingindo sua máxima valorização:

(...)

Pues, bien, dentro de este marco interpretativo, los diversos estadios comisivos que se han barajado por la doctrina científica, han sido varios: el momento de la compra de las acciones, el de la venta de las mismas, aquel en que pueda vincularse que la información privilegiada ha operado en el mercado un impacto alcista por el que se ha obtenido el beneficio típico (revalorización latente), y finalmente la teoría que sitúa su consumación delictiva en el instante mismo que la noticia relevante y reservada llega al mercado, por cesar entonces la afectación al bien jurídico protegido.

Aun cuando convenimos que la cuestión no es de fácil respuesta, y en ello están de acuerdo todos los autores de la doctrina que han estudiado este problema, nos vamos a decantar por la denominada teoría de la revalorización latente, ya que satisface mejor la protección del bien jurídico protegido y se muestra más acorde con los criterios de la tipicidad, obviando resultados absurdos.

(...)

La teoría de que la consumación se produce en el momento en que la noticia relevante llega al mercado, tiene el inconveniente de que tal instante será el inicio de la revalorización, y claro es que en este delito las acciones han de haberse adquirido con anterioridad para conculcar el bien jurídico protegido, que es el de la igualdad de oportunidades relacionado con el buen funcionamiento del mercado, porque a partir de que la información relevante es pública, no es posible ya su perpetración.

De lo expuesto, nos inclinamos, pues, por la teoría de la revalorización de las acciones como consecuencia de la influencia que la información privilegiada tuvo en su impacto alcista, es decir, vinculando la noticia relevante a la máxima revalorización, eso sí, dentro de un periodo temporal en donde tal información ha conseguido ese resultado. Quiere con ello decirse que el beneficio obtenido tiene una vocación de inmediatez, más allá del cual no se puede contemplar como causalmente producido el resultado delictivo. De manera que ha de tomarse en consideración la influencia que en el mercado opera la información privilegiada, generando un rápido impacto alcista, de forma tal que, no habiendo otros elementos de donde poder deducir que la subida de las acciones tienen otra causa o componente económico relevante -y aquí esto desde luego no consta-, habrá de considerarse como periodo relevante para la consumación delictiva aquel en que la acción se encuentre en su máxima revalorización. Dicho con otras palabras: una vez que la noticia relevante es pública, y por su impacto en el mercado, el valor experimenta una rápida ascensión (de la que se aprovecha el autor del delito), en las denominadas curvas bursátiles diarias, habrá que tomar en consideración aquella fecha en que la cotización se encuentra en su máximo nivel de ganancias, para determinación tal momento consumativo, de manera que el descenso

posterior, incluso los incrementos posteriores ya serán ajenos al delito. Y todo ello con una inmediata vocación de rapidez de la respuesta del mercado, propia de este tipo de comportamientos que los agentes económicos impulsan, a resultas de una información que hoy día se produce a tiempo real. (...) (destacamos)

Este caso havia sido julgado anteriormente pela SAP 8806/2009 (nº de resolução 768/2009), a qual, após examinar todas as considerações doutrinárias existentes sobre o tema, concluiu tratar-se de condição objetiva de punibilidade:

(...)Pues bien, llegados a este extremo, esta Sala, en relación con el elemento que se está examinando opta por acoger, a los efectos de la condición objetiva de punibilidad que requiere el delito- porque, de no obtenerse, aun entendiendo que hubieran de concurrir el resto de los elementos del delito, no se habría venido a producir la infracción penal- el criterio que contempla el beneficio por la diferencia del valor del instrumento financiero, las acciones, entre el momento en el que se hubieron de adquirir- como consecuencia de la posesión de información sensible que, de una forma ventajosa respecto de los demás inversores le llevó a efectuar el acto de inversión- y el momento de liquidar el rendimiento económico de aquella operación.

Y ello por una razón sencilla- que es la que apunta Monroy Antón- de que hasta que no se lleva a cabo la liquidación del rendimiento económico de tal operación no se sabrá si la misma hubo de causar un beneficio o no.

En efecto, sinónimo de beneficio habría de serlo ganancia y tal concepto habría de ser el resultado entre la cantidad invertida y los efectos de aquella inversión en el momento de la liquidación y se ha de exigir la liquidación porque, hasta ese momento, el beneficio que pudiera existir no se había venido a realizar de una forma efectiva porque la inversión, en cuanto tal, todavía habría de quedar sometida a la fluctuación de la evolución del mercado mismo pudiendo, todavía, cambiar su valor, al alza o a la baja, en función del transcurso del tiempo y en función del resto de hechos, más o menos trascendentes con la inversión, que le pudieran afectar. (...) (sem destaque no original)

Veja-se que a opção da STS antes referida pelo marco consumativo do delito levou em conta o momento em que houve máximo benefício patrimonial para os acusados, com a valorização das ações da Tabacalera S.A., depois de se tornar pública a informação que até então era privilegiada, destacando que essa opção é a que melhor protegeria o bem jurídico tutelado pela norma.

Com efeito, registra-se que o impacto econômico no crime de *insider trading* equivale à quantificação econômica do enriquecimento indevido de quem

transaciona com base na informação privilegiada e esse impacto deve ser quantificado pela diferença entre os ganhos obtidos e aqueles que seriam resultantes do normal preço dos títulos no mercado, ou seja, o preço da cotização sem a influência da informação privilegiada⁷⁶¹. Logo, a obtenção de um expressivo benefício como consequência da prática ilícita é exatamente o que levaria a um maior abalo na confiança dos investidores e por tal razão, numa interpretação conforme ao bem jurídico tutelado e assim, critica-se a decisão por interpretar que os benefícios são desconectados do comportamento⁷⁶² – em que pese reconhecer que tecnicamente é sustentável a opção do legislador pelo uso de condições objetivas de punibilidade.

Também sem adentrar dogmaticamente no exame quanto ao caráter que se deve emprestar ao limite monetário do tipo, a Sentencia nº 468/2013, da Audiencia Provincial de Madrid, de 27-05-2013, que condenou um membro do Conselho de Administração e acionista da empresa Cartera Hotelera pelo crime de uso de informação privilegiada, deixou antever uma tendência em entender que o crime, para consumir-se, não necessita de vantagem patrimonial, pois se configura com o uso da informação privilegiada:

(...) En este sentido el precepto se refiere a la obtención de un beneficio económico para sí o para un tercero. Teniendo en cuenta que no se trata de un delito patrimonial, y que la conducta castigada es la del "iniciado" o "insider" que dispone y utiliza la información a la que tiene acceso en determinadas condiciones, y no la de quien se beneficia finalmente de ese uso cuando es persona distinta al primero, nos lleva a entender que el precepto no permite efectuar otro tipo de interpretación. En todo caso, incluso en la tesis mantenida por la defensa, el beneficio que el acusado habría procurado a terceras personas habría sido superior a los 600000 euros a que se refiere el tipo. (sem destaque no original)

A adoção desse posicionamento é explicável levando-se em conta a hipótese dos *mercados eficientes*, pela qual não é possível admitir que o benefício

⁷⁶¹ Vid. FLORENCIANO PALLEJÀ, Dunia: Procedimientos de control y de prueba en relación con las prácticas de *Insider Trading*, em *Fraude a Consumidores y Derecho Penal. Fundamentos y talleres de leading cases*. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO e Víctor GÓMEZ MARTÍNS, coord. Vicente VALIENTE IVÁÑEZ, Madrid: 2016, p. 119; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, pp. 366-367.

⁷⁶² Cfr. NIETO MARTÍN, Adán: “The times they are a changing’”: También para el Insider Trading: Caso Tabacalera”, em *Fraude a Consumidores y Derecho Penal. Fundamentos y talleres de leading cases*. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO e Víctor GÓMEZ MARTÍNS, coord. Vicente VALIENTE IVÁÑEZ, Madrid: 2016, pp. 442-443.

obtido ocorra em um momento muito distante da publicação da informação privilegiada⁷⁶³.

Em outro caso que resultou em absolvição, por maioria, na Sentença proferida pela Audiencia Nacional de Madrid⁷⁶⁴, colhe-se do voto vencido exposto entendimento pela tese da condição objetiva de punibilidade em relação ao resultado econômico:

(...) Con estos elementos, no me cabe ninguna duda que se dan en el Sr. Alfonso todos y cada uno de los elementos típico penales del art. 285.1 del CP y del carácter de participe lucrativo de Sr. Lucio. Lo que pretende dicho tipo penal es precisamente la evitación de este tipo de conductas de utilización de información económica privilegiada, que además sea relevante, circunstancia esta última que se determina en función de una serie de elementos objetivos a analizar ex ante y no por el resultado final o por cómo terminan operando en función de los imprevisibles avatares del mercado. Lo que también exige el tipo es un determinado resultado económico también relevante, que actúa, además de como una condición objetiva de punibilidad, como una exigencia añadida sobre la relevancia de la conducta y de la información privilegiada, lo que también se da en este caso. (sem destaque no original)

A questão ainda não está pacificada em sede jurisprudencial, porque na Sentença 142/2012, proferida pelo Juzgado de lo penal nº 25 de Madrid, em 21/02/2012, foi imposta condenação pelo crime de uso de informação privilegiada e se entendeu que a vantagem obtida integra o tipo penal.

MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ⁷⁶⁵ identifica uma incongruência na redação do artigo 285 do CP por ter o legislador inserido a obtenção de um resultado econômico – vantagem ou prejuízo -, uma vez que o bem jurídico protegido é coletivo, identificado, como já se afirmou, no correto funcionamento do mercado⁷⁶⁶.

⁷⁶³ Ver, a respeito, BONILLA PELLA, José: Abuso de Información privilegiada, en *Memento Práctico Penal Económico y de la Empresa 2001-2012*, Coord. ORTIZ DE URBINA GIMENO, Íñigo, Santiago de Compostela: 2011, p. 600.

⁷⁶⁴ Sentencia de la Audiencia Nacional de Madrid 744/2014, de 15-01-2014 que, por maioria, absolveu um membro adjunto do Conselheiro Delegado do Banco Santander, por falta de provas quanto à imputação de uso de informação privilegiada.

⁷⁶⁵ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal. Parte Especial*, Valencia: 2016, p. 355.

⁷⁶⁶ Ver PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 367-369, que concorda com o critério de atribuir condição objetiva de punibilidade ao limite monetário instituído na norma, acrescentando que existem outras circunstâncias que podem influenciar o valor final da

MONROY-ANTÓN⁷⁶⁷ complementa, afirmando que o estabelecimento na norma penal da necessidade efetiva de benefício para considerar o crime consumado revela que há um grande distanciamento entre a doutrina jurídica e os mercados de valores, explicando que, quando o iniciado dá a ordem para que se realize a operação no mercado, ainda não há benefício - o qual somente se materializa com a venda das ações e o recebimento do dinheiro por parte do cliente -, entretanto, ao se executar a ordem recebida já se provoca alteração no funcionamento do mercado e nessa ocasião, afirma, tem-se a consumação do crime – pois já existe, em tese, a possibilidade de a conduta causar prejuízo aos investidores.

Mais recentemente, a STS 491/2015 (sala de lo penal), de 23.07.2015, enfrentou o cerne do debate relativo ao significado que deve se dar ao limite monetário constante do tipo penal do artigo 285 do CP, em relação à conduta de *suministrar información relevante*. Sucintamente, o caso levado ao Tribunal Supremo trata de uma condenação imposta ao diretor de Eurohypho AG, sucursal do grupo alemão Commerze Bank, quando fora indagado sobre a viabilidade de financiar a compra do Grupo San José e, em razão desse conhecimento, adquirido por sua atividade profissional, repassou a informação relevante reservada sobre a OPA do Grupo San José, próxima a se realizar, quanto a ações da empresa Parquesol. A informação foi transmitida a um cunhado seu e a um terceiro, com quem mantinha boas relações de amizade e de interesses econômicos. As pessoas que receberam a informação, através de diversas sociedades, adquiriram ações da Parquesol, antes que a OPA se fizesse pública, obtendo lucro de 2.240.714,88 Euros e de 29.945,50 Euros, cada um. Uma das alegações formuladas pela defesa no recurso é de que o tipo do artigo 285 CP exige uma relação causal entre a infração e o benefício obtido, que consistiria no resultado do delito. O julgado conclui que essa alegação da defesa não se sustenta, com os seguintes argumentos:

Por tanto, el bien jurídico tutelado, no resulta afectado de manera frontal por una concreto beneficio o perjuicio obtenido, sino por el quebranto de la igualdad de oportunidades de los inversores respecto

negociação efetuada, como ‘a conjuntura econômica geral, o impacto realmente produzido pela difusão da informação privilegiada, ou o efeito gerado pela divulgação de outras notícias relevantes para o valor contratado ou para outros valores’.

⁷⁶⁷ MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Madrid, 2006, pp. 92-3.

al acceso a la información que evite que nos sujetos obtengan indebidamente una posición de ventaja cognoscitiva por la posesión de información relevante reservada; transparencia informativa que posibilita además la confianza de los inversores en el funcionamiento del mercado. (...) Por una parte, en el mercado de valores, las circunstancias que influyen en la cotización son de inviable cognoscibilidad universal, excesiva complejidad, tienen un fuerte componente aleatorio, inciden con frecuencia hechos futuros de nula previsibilidad y la fijación cuantitativa de un beneficio resulta de inviable predeterminación matemática; pero especialmente, por cuanto dicha cuantía, al menos en esta concreta modalidad típica de suministro, integra una condición objetiva de punibilidad, que por tanto no precisa ser abarcada por el dolo del autor, tal como hemos desarrollado en el fundamento tercero.(...) (sem destaque no original)

Esse último julgado tomou por base o que já havia sido decidido na STS 1.136/2010. Analisando a questão posta sob o prisma do agente que comunicou (na modalidade *suministrar*) a informação relevante, o Tribunal Supremo, na STS nº 1.136/2010, após enfrentar o tema sob os argumentos histórico, gramatical, teleológico e dogmático, entendeu que a limitação monetária inserida no artigo 285 do CP caracteriza *condição objetiva de punibilidade*, quanto à modalidade “suministrar”:

(...) Teleológica, en función del bien jurídico protegido. - En el delito de abuso de información privilegiada no se incriminan fraudes patrimoniales sobre patrimonios individuales ajenos ni se protege de forma directa e indirecta el patrimonio del inversor; a diferencia de lo que ocurre en los clásicos delitos contra la propiedad, no es posible en el delito de abuso de información privilegiada establecer una relación causal entre la conducta del insider o iniciado y un correlativo perjuicio patrimonial sufrido por el sujeto pasivo, pues la operación del insider no es la causa de la decisión del inversor para la compra o venta de títulos-valores; el inversor, ya estaba dispuesto a realizar esa compra o esa venta a ese concreto precio.

Por tanto, el bien jurídico tutelado, no resulta afectado de manera frontal por un concreto beneficio o perjuicio obtenido, sino por el quebranto de la igualdad de oportunidades de los inversores respecto al acceso a la información que evite que nos sujetos obtengan indebidamente una posición de ventaja cognoscitiva por la posesión de información relevante reservada; transparencia informativa que posibilita además la confianza de los inversores en el funcionamiento del mercado. En igual sentido, la STJCE de 23 de diciembre de 2009, en el asunto Spector (C45/08), recuerda que la finalidad de la Directiva que tutela el sector, es la de garantizar la integridad de los mercados financieros y aumentar la confianza de los inversores, que se basa, entre otras cosas, en la garantía de que estarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de información privilegiada.

(...)Pero especialmente, en el tipo concurrente en autos de "suministrar" la información relevante para la cotización de un determinado valor a un tercero, donde la producción del concreto resultado depende de la ulterior actuación del receptor de la información que será quien mantenga el dominio del hecho, pues es quien decide utilizar dicha información y en qué cuantía; de modo que si responde del delito el iniciado que se limita a la provisión al tercero de la información que no debía transmitir, es meramente por asumir, al menos eventualmente que éste iba a utilizarla y que su utilización sería objetivamente idónea para la obtención del beneficio (o en su caso la causación del perjuicio); pero la efectiva utilización y causación de dicho beneficio (o en su caso de un perjuicio) superior a seiscientos mil euros sobre la que carece de todo dominio, solamente podrá integrar una condición objetiva de punibilidad.

É preciso destacar que em ambos os casos o Tribunal se ateve com exclusividade à situação controvertida no processo, de alguém que comunica uma informação relevante para a cotização a um terceiro e por isso, concluiu a Corte que a obtenção do específico benefício ou prejuízo superior a 600.000 Euros depende, além de todas as circunstâncias que soem ocorrer no mercado, da conduta deste terceiro, que age autonomamente ao intervir no mercado e fazer uso da informação privilegiada que recebeu do iniciado primário. Assim, na dicção do Tribunal, isso ocorre com *independência da efetiva intenção* que o agente primário teve quando comunicou a informação ao iniciado secundário, razão pela qual o benefício superior a 600.000 Euros é uma *condição objetiva de punibilidade completamente independente da conduta do autor e de sua culpabilidade*.

Não há, sob essa perspectiva, relação de causalidade entre a conduta do *insider* que fornece a informação a um terceiro e o efetivo benefício auferido – com pleno domínio do fato sobre a consumação do ilícito –, depois dessa ter sido utilizada no mercado de valores, o que gerou críticas fundadas na doutrina, em que pese o precedente representar um avanço no sentido de facilitar a aplicação do artigo 285 do CP. A crítica a essa conclusão reside no fato de o precedente não explicar porque o enquadramento da situação em uma condição objetiva de punibilidade evitaria esse problema pois, para quem fornece a informação, tanto a consumação (considerada parte do tipo) como a punibilidade (entendida condição objetiva de punibilidade) estariam nas mãos de um terceiro⁷⁶⁸.

⁷⁶⁸ Assim, NIETO MARTÍN, Adán: “The times they are a changing’: También para el Insider Trading: Caso Tabacalera”, em *Fraude a Consumidores y Derecho Penal. Fundamentos y talleres de leading cases*. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO e Víctor GÓMEZ

Relevante notar, ainda, que o recurso não abordava a questão da aplicação, ao caso, das regras gerais de participação do particular no delito especial próprio, motivo pelo qual esse ponto não foi enfrentado no julgado.

A STS 1136/2010 também analisou as possibilidades de se considerar o momento consumativo do crime, como sendo⁷⁶⁹: o momento de aquisição das ações, que não se considera adequado sob pena de se desprezar o benefício típico; o momento em que as ações são vendidas, o que pode apresentar dificuldades nas situações em que a venda não se concretiza ou quando se realizam vendas parciais em valores inferiores ao previsto no tipo penal; no momento em que a notícia reservada chega ao conhecimento público; e por fim, no momento em que se poderia estabelecer o máximo valor da informação reservada, uma vez conhecida, o que ocorreria em um lapso temporal próximo ao seu conhecimento público e que poderia ser caracterizada se a revalorização que se opera puder ser atribuída unicamente ao efeito da informação privilegiada. Essa última posição foi a que prevaleceu no julgado, o que para alguns⁷⁷⁰ revela uma incongruência com a adoção do critério da condição objetiva de punibilidade, pois o mais lógico seria afirmar que a consumação se produz com a venda das ações, além de impedir o reconhecimento da modalidade tentada do crime – o que também contraria a Diretiva 2014/57.

Por fim, é preciso destacar que esse parâmetro monetário instituído na legislação espanhola não consta da Diretiva Europeia de 2014, restringindo-se essa, como já se disse, a prever a criminalização do *insider trading* para os *casos graves*, que devem ser detalhados pelos ordenamentos internos dos EEMM, mas

MARTÍNS, coord. Vicente VALIENTE IVAÑEZ, Madrid: 2016, pp. 441 e 444; NIETO MARTÍN, Adán: *Insider Trading o tráfico con información privilegiada. Almacén de Derecho*. Acessado em 18-12-2016, disponível no sítio <http://almacendederecho.org/insider-trading-o-trafico-con-informacion-privilegiada/>

⁷⁶⁹ Vid. COLMENERO MENÉNDEZ DE LUARCA, Miguel: *Código Penal Comentado*, Tomo I, dir. C. CONDE-PUMPIDO FERREIRO, coord. P. DÍAZ MARTÍNEZ, Barcelona: 2012, pp. 1045-1046; RODRÍGUEZ MOURULLO: La criminalización del uso de información privilegiada entre el sí y el no, en *Anales de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación*, nº 37, Madrid: 2007, p. 608, que afirma ser possível duas opções quanto ao momento consumativo do benefício: quando os valores adquiridos sobem de cotização, ou quando se liquida a plusvalia mediante a venda das ações, após o incremento do preço.

⁷⁷⁰ Assim, NIETO MARTÍN, Adán: “The times they are a changing’: También para el Insider Trading: Caso Tabacalera”, em *Fraude a Consumidores y Derecho Penal. Fundamentos y talleres de leading cases*. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO e Víctor GÓMEZ MARTÍNS, coord. Vicente VALIENTE IVAÑEZ, Madrid: 2016, p. 444.

cujas bases encontram-se definidas no Considerando 11 daquele texto legal e de forma bastante semelhante ao que está disposto nos artigos 285.1 e 285.2 do Código Penal. Daí que alguns doutrinadores entendem, com razão, deva ser repensada a regulação espanhola, de forma a amoldá-la às normativas europeias⁷⁷¹.

4. TIPO AGRAVADO

O crime de uso de informação privilegiada comporta uma modalidade agravada, prevista no artigo 285.2 do CP, quando o sujeito ativo se dedica de forma habitual a tal prática, ou na situação de o benefício obtido ser de notória importância, ou quando se cause grave dano aos interesses gerais.

Considera-se mais reprovável a circunstância do agente que atua de forma reiterada na prática criminosa, de índole subjetiva e por isso, incomunicável aos demais partícipes⁷⁷². A lei é omissa em esclarecer quantas práticas são necessárias para caracterizar a habitualidade mas há, em realidade, um consenso no sentido de que deve haver, no mínimo, três condutas de uso de informação privilegiada para caracterizar o tipo⁷⁷³, indicando-se, no silêncio da norma, a utilização do conceito de habitualidade que vem do artigo 94 CP⁷⁷⁴.

⁷⁷¹ Ver MATA BARRANCO, Norberto J. de la: *Derecho Penal Europeo y Legislación Española: las reformas del Código Penal*. Colección delictos, v. 112, Valencia: 2015, p. 101; NIETO MARTÍN, Adán: “The times they are a changing’: También para el Insider Trading: Caso Tabacalera”, em *Fraude a Consumidores y Derecho Penal. Fundamentos y talleres de leading cases*. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO e Víctor GÓMEZ MARTÍNS, coord. Vicente VALIENTE IVÁÑEZ, Madrid: 2016, pp. 441-445.

⁷⁷² Nesse sentido: QUINTANAR DÍEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, p. 73; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 369.

⁷⁷³ Vid. MARTÍN PALLÍN, José Antonio: “Uso de información relevante para la cotización em mercado de valores”, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*, Madrid: 1997, p. 167; CALDERÓN SUSÍN, Eduardo: “El abuso de Información Privilegiada em el Mercado de Valores”, em *Cuadernos de Derecho Judicial: Delitos Socioeconómicos em el Nuevo Código Penal*, Madrid: 1996, p. 245; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 369.

⁷⁷⁴ Cfr. QUINTANAR DÍEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, p. 74. Ver, ainda, MORALES PRATS, Fermín: *Comentários a la Parte Especial del Derecho Penal*, dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Fermín MORALES PRATS, p. 179 da edição eletrônica, ao afirmar que a habitualidade deve ser algo mais que a reincidência, pois seus efeitos penológicos são mais graves; MORALES PRATS, Fermín: *Comentários al Código Penal Español, Tomo II*, dir.

A controvérsia estabelecida na doutrina e já relatada, quanto a enquadrar o limite monetário como condição objetiva de punibilidade ou como parte do injusto, comporta consequências, também, para fins de caracterização da habitualidade. Assim, para o segmento doutrinário que entende não integrar a infração penal o quantitativo legal, bastaria que uma das operações superasse o patamar de 600.000 euros para caracterizar a habitualidade, não sendo assim, necessário que cada uma das operações suplante esse limite⁷⁷⁵.

O benefício de *notória importância* confere maior gravidade ao desvalor do resultado e deve ser medido em cada caso concreto, mas é assente que deve ser bastante superior ao limite monetário imposto no tipo, de 600.000 euros⁷⁷⁶, cumprindo certamente aos Tribunais atribuir conteúdo a esse elemento normativo⁷⁷⁷.

Em relação ao que deve ser compreendido por *interesses gerais* que devem ser atingidos para caracterização do subtipo agravado, como a lei não fornece qualquer indicativo, a STS nº 1.136/2010, de 21.12.2010, embora tenha concluído pela prescrição do crime, enfrentou o tema, afastando a aplicação do subtipo agravado ao caso concreto – em hipótese na qual uma única ação trouxe vantagem econômica não expressiva a uma só pessoa - com as seguintes considerações:

Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Fermín MORALES PRATS, 6ª ed., Navarra: 2011, pp. 349-350; GÓMEZ LANZ, Javier: “Derecho Penal y Mercado de Valores”, em *Derecho de la Regulación Económica. II Mercado de Valores*, dir. Antonio JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, coord. Daniel Buno ENTRENA RUIZ, Colección dirigida por Santiago NUÑOZ MACHADO, Madrid: 2009, p. 608.

⁷⁷⁵ Neste sentido, RUIZ RODRÍGUEZ, Luís Ramón: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*, Valencia: 1997, p. 347.

⁷⁷⁶ Vid. MARTÍN PALLÍN, José Antonio: “Uso de información relevante para la cotización em mercado de valores”, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*, Madrid: 1997, p. 167; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 371. Ver, também, QUERALT JIMÉNEZ, Joan J.: *Derecho penal español. Parte especial. Manuales de Derecho Penal*, Madrid: 2015, p. 628, entendendo que, como mínimo, deve-se considerar o dobro do limite previsto no tipo para que haja o agravamento da pena nessa modalidade.

⁷⁷⁷ Assim, MORALES PRATS, Fermín: *Comentarios a la Parte Especial del Derecho Penal*, dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Fermín MORALES PRATS, Navarra: 2016, p. 179 da edição eletrônica; BENÍTEZ ORTÚZAR, Ignacio Francisco: *Comentarios al Código Penal*, Tomo IX., dir. Manuel COBO DEL ROSAL, Madrid: 2005, p. 377.

(...) Bajo esta perspectiva, tales intereses generales han de ser los que afecten a la colectividad de inversores en tal mercado secundario, con las precisiones que haremos más adelante. El Código penal no nos ofrece pista interpretativa alguna, pues, aunque mantiene un título de similar tipología (el tercero) en su Libro III, bajo el rótulo de "las faltas contra los intereses generales", claro es que sus preceptos son tan diversos en las distintas infracciones definidas (protección de la moneda y efectos timbrados, protección de la salud - abandono de jeringuillas-, protección de la seguridad colectiva -animales feroces o dañinos-, protección del medio ambiente -quema de flora amenazada-, o protección de la salud de los animales domésticos mediante maltrato cruel de los mismos) que no nos proporcionan ningún elemento interpretativo a los efectos estudiados. Tampoco las dos veces que el legislador incluye esta misma mención (los intereses generales) en el Libro II, una vez en el art. 201.2 para castigar con mayor pena la afectación a los intereses generales en el marco de un delito de descubrimiento y revelación de secretos, y en el art. 296.2 en el ámbito de los delitos societarios, y ello porque en ambos casos se están refiriendo a lo que hoy se denominan intereses difusos o de la colectividad en general, conectados en ambos casos con sus respectivos bienes jurídicos protegidos.

Siendo ello así, es evidente que la noción de intereses generales ha de ser referida, como ya hemos expuesto, a los que afecten a la colectividad de inversores en tal mercado secundario, o sea, en el mercado bursátil, con las consideraciones que haremos más adelante.

(...)Dicho con otras palabras, y para el caso que ahora tratamos : si el "insider traider", o autor que actúa en el mercado bursátil con información privilegiada, obtiene con tal posición una ventaja económica para sí y que se ha de compartir inmediatamente por los demás inversores, en tanto que tal información produce en un futuro inmediato un impacto alcista en los mercados de valores, no podrá producirse en modo alguno un grave daño para los intereses generales de la colectividad de inversores, pues no resulta perjuicio directo para nadie en particular. Podría argumentarse que la masiva demanda de un valor que genera un masivo movimiento del dinero que se sitúa en tal cotización, perjudicaría a otros títulos que tal vez resultasen realizados para la adquisición del emergente; pero aun así, tal efecto no es consecuencia de la información privilegiada, sino de las condiciones de solidez de tal posición frente a otras, y respecto de la cual, el autor del delito se ha aprovechado de manera anticipada al contar con un conocimiento privilegiado frente a los demás inversores, pero, hay que convenir que, de todos modos, la subida del valor no es consecuencia de la ilícita actividad de tal "insider traider". De manera que únicamente será posible predicar un daño a la colectividad de inversores - o lo que es lo mismo, a los intereses generales- cuando el resultado del delito no resulte del aprovechamiento directo consecuencia de la subida de la bolsa, sino cuando se produzca lo contrario, esto es, u perjuicio económico a terceros inversores. De ahí que los elementos objetivos que pueden incidir en la determinación de tal subtipo agravado lo pueden ser, como dice la Sala sentenciadora de instancia, bien una grave disminución de la cotización, la necesidad de una intervención estatal para salvaguardar el sistema, o en última instancia, un grave colapso financiero. Pero desde luego no, una si-

tuación como la que es objeto de enjuiciamiento, ya que se trata del caso de una acción aislada.

(...) Como se ha dicho, en el caso, se trata de una actividad aislada, que ha originado un beneficio de una cuantía no especialmente relevante, si se tiene en cuenta el importe global de los valores negociados y las exigencias cuantitativas del tipo básico; y tal conducta se imputa a una persona que ostentaba el cargo de Presidente de una compañía que, aun siendo importante, es una más de las muy numerosas que cotizan en Bolsa; que no ha originado perjuicios acreditados para terceros; y que no se ha probado que causara ninguna alteración grave en el funcionamiento del mercado de valores. No es posible, pues, la aplicación del subtipo agravado. (destaque nosso)

Assim, para a Corte, o dano à coletividade de investidores, como expressão da grave lesão dos interesses gerais, deve ser de tal modo significativo que leve praticamente a uma quase ruptura do sistema bursátil, mediante um colapso financeiro, ou a necessidade de intervenção estatal para resguardar o sistema, ou então uma acentuada queda na cotização, todas essas, situações vinculadas à preocupação de manter o bom funcionamento do mercado de valores - traduzido na transparência do mercado, na correta formação dos preços e na igualdade de oportunidades aos investidores. Cuida-se de um parâmetro construído pela via jurisprudencial para aplicação a casos futuros, diante da falta de indicadores legais.

A doutrina coincide com essa conclusão, ao afirmar que o grave dano aos interesses gerais se mede em razão das repercussões acarretadas ao mercado de valores e ao grau de deterioração da confiança no mercado, o qual é avaliado em função do impacto da contratação ou pela posição ocupada pela pessoa que utiliza a informação privilegiada⁷⁷⁸. A respeito dessa última posição sustentada, embora defensável, é mister consignar que o Tribunal Supremo, no bojo do caso Tabacalera, antes aludido, expressamente afastou a incidência da causa de agravamento da pena em razão da circunstância subjetiva ou da condição pessoal do autor do fato, afirmando que o dado a ser aqui considerado é de natureza objetiva.

Por fim, cabe registrar que a Diretiva 2014/57/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, no seu considerando nº 11, refere que o crime de abuso de in-

⁷⁷⁸ Vid. MARTÍN PALLÍN, José Antonio: “Uso de información relevante para la cotización em mercado de valores”, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*, Madrid: 1997, p. 167; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 371, interpreta o grave dano aos interesses gerais no seu impacto negativo quanto ao funcionamento do sistema financeiro ou da economia nacional.

formação privilegiada deve ser considerado grave, “nomeadamente, quando o impacto na integridade do mercado, o lucro real ou potencial daí resultante ou as perdas evitadas, o nível de danos causados ao mercado ou o valor global dos instrumentos financeiros negociados sejam elevados. Outras circunstâncias que podem ser tidas em conta são, por exemplo, o facto de a infração ter sido cometida no quadro de uma organização criminosa ou de o autor ser reincidente”. Essa mesma redação foi repetida no considerando nº 11 na Diretiva 2014/57/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, o que pode vir a gerar alteração legislativa no âmbito dos EEMM para inclusão da hipótese de o crime ser cometido no bojo de uma organização criminosa.

5. ELEMENTO SUBJETIVO

O tipo do artigo 285 CP está previsto apenas na modalidade dolosa, bastando, segundo a doutrina, o dolo eventual⁷⁷⁹. Assim, para a configuração do ilícito o agente deve usar ou transmitir a terceiro a informação que sabe ser privilegiada tendo consciência de que o seu conteúdo ainda não é conhecido do público e que a informação pode influenciar a cotização de valores ou outros instrumentos negociáveis no mercado bursátil.

6. CONCURSO DE CRIMES

i. CONCURSO DE CRIMES ENTRE OS ARTIGOS 285 DO CP E 442 DO CP

A maioria da doutrina entende que inexiste concurso ideal entre ambas as modalidades, pois, no caso de um funcionário público que faça uso de informação privilegiada a resolução de enquadramento há de se dar sempre no artigo 442 do CP, pelo princípio da especialidade, segundo um segmento da doutrina⁷⁸⁰. Em

⁷⁷⁹ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 365; MARTÍN PALLÍN, José Antonio: “Uso de información relevante para la cotización en mercado de valores”, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*, Madrid: 1997, p. 163.

⁷⁸⁰ Entre outros: QUINTANAR DÍEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, p. 83. No mesmo sentido: MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 368, o qual afirma que se está diante de bens jurídicos e elementos típicos distintos; HERNÁNDEZ SAINZ, Esther: “La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada”,

sentido contrário, há quem entenda que a especialidade se decide em favor do artigo 285 do CP, pois a informação privilegiada é referente ao mercado de valores ⁷⁸¹.

ii. CONCURSO DE CRIMES ENTRE OS ARTIGOS 285 DO CP E 279.2 DO CP

O crime de utilização de segredos de empresa em benefício próprio, para hipóteses de difusão, revelação ou cessação dos aludidos segredos é praticado por quem tem a obrigação legal ou contratual de guardar reserva. Isso pode se dar no mesmo âmbito de ação previsto no artigo 285 do CP, em situação na qual haverá concurso aparente de normas que se solve em favor deste último, sempre que o segredo tenha por escopo valores no mercado financeiro e se obtenha vantagem ou prejuízo na ordem de 600.000 euros ou mais ⁷⁸².

7. PENA APLICÁVEL

O artigo 285.1 do CP prevê na modalidade básica a imposição de pena de prisão de 1 (um) a 4 (quatro) anos e multa de tanto ao triplo do benefício obtido

em *Actualidad Penal*, nº09, Madrid: 1997, p. 209; MORALES PRATS, Fermín: *Comentarios a la Parte Especial del Derecho Penal*, dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Fermín MORALES PRATS, p. 179 da edição eletrônica; BENÍTEZ ORTÚZAR, Ignacio Francisco: *Comentarios al Código Penal*, Tomo IX., dir. Manuel COBO DEL ROSAL, Madrid: 2005, p. 381; GÓMEZ LANZ, Javier: “Derecho Penal y Mercado de Valores”, em *Derecho de la Regulación Económica. II Mercado de Valores*, dir. Antonio JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, coord. Daniel Buno ENTRENA RUIZ, Colección dirigida por Santiago NUÑOZ MACHADO, Madrid: 2009, p. 606.

⁷⁸¹ Nesse sentido, ver CALDERÓN SUSÍN, Eduardo: “El abuso de Información Privilegiada em el Mercado de Valores”, em *Cuadernos de Derecho Judicial: Delitos Socioeconómicos em el Nuevo Código Penal*, Madrid: 1996, p. 250; JERICÓ OJER, Leticia: “Utilización de información privilegiada em el ámbito del Mercado de Valores”, em *Derecho Penal de la Empresa*, directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Cordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Navarra: 2002, p. 205. Em posição isolada, ver PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada em el Mercado de Valores*, Navarra: 2004, pp. 310-311, a qual entende que não há a pretendida especialidade porque cada um dos tipos trata de bens jurídicos distintos. Assim, se um funcionário público utiliza informação privilegiada relevante para o mercado de valores, a que teve acesso em razão de sua atividade profissional, há um concurso ideal de delitos que se resolve em favor do art. 285 CP.

⁷⁸² Cfr. QUINTANAR DÍEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, p. 84. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 368, também entende que há concurso de crimes.

ou favorecido⁷⁸³, além de inabilitação especial para o exercício da profissão ou atividade de 2 (dois) a 5 (cinco) anos.

Já o tipo agravado do artigo 285.2 do CP prevê pena de prisão de 4 (quatro) a 6 (seis) anos, mantendo-se os patamares da multa e da inabilitação profissional previstos no tipo básico.

No artigo 288, localizado na seção dedicada às disposições comuns do Capítulo XI do Título XIII do Código Penal, existe disposição, aplicável a todas as figuras típicas do capítulo, que determina a publicação da sentença nos jornais oficiais e, se houver solicitação do prejudicado, poderá o Juiz ou Tribunal ordenar a reprodução total ou parcial em outro meio informativo, à custa do condenado.

Interessante registrar que a doutrina faz duas críticas, com razão, a esta modalidade de pena, a saber. O Código Penal não menciona se a pena deve ser aplicada depois de transitada em julgado a sentença e a outra crítica, reside no fato de a pena de publicação da sentença em jornal não estar arrolada dentre as penas acessórias previstas na parte geral do Código, no artigo 129 do CP, dificultando a identificação de sua natureza⁷⁸⁴.

B. ARTIGO 27-D DA LEI N° 6.386/76

I. ELEMENTOS OBJETIVOS DO TIPO

O tipo penal afirma que a conduta de utilizar informação relevante deve ser ‘capaz de propiciar’ vantagem própria ou de terceiro. Certo segmento da doutrina identifica nessa descrição um delito material, por entender que o resultado dependerá da vantagem que o agente obterá com a negociação da informação relevante no mercado, ou, se essa vantagem não puder ser obtida por circunstâncias alheias à sua vontade⁷⁸⁵.

⁷⁸³ Na Sentencia 84/2012, proferida pelo Juzgado de lo Penal nº 25 de Madrid, em 21/02/2012, aplicou-se, a título de multa, exatamente a quantia obtida como vantagem do autor do crime, ao vender as ações que possuía, com base em informação privilegiada.

⁷⁸⁴ Vid. QUINTANAR DÍEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, Madrid: 2006, p. 86.

⁷⁸⁵ Vid. CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*, Rio de Janeiro: 2008, p. 119; CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson: *A nova Lei das S.A.*, São Paulo: 2002, pp. 548-549.

Contudo, não é essa a leitura que reputamos mais consentânea com a finalidade da norma. Cuida-se de crime formal, pois o tipo não exige a obtenção da vantagem ou o prejuízo do investidor para se perfectibilizar, bastando que o agente tenha feito uso da informação relevante e que, potencialmente, ao assim agir, pudesse ter obtido vantagem própria ou para terceiro. Deve-se recordar que o bem jurídico protegido identificamos com a proteção do mercado de valores, assim, o que se proíbe com a norma é o ato de negociar fazendo uso de informação relevante ainda não tornada pública.

De fato, a conduta descrita no artigo 27-D da Lei nº 6.386/76 não prevê a criação de uma situação de perigo concreto ao bem jurídico, ou seja, o perigo não é elemento do tipo, mas apenas a razão que levou à incriminação por presumir-se perigosa a conduta.

Nesse sentido posicionam-se outros doutrinadores, que enquadram o crime como de *perigo abstrato*⁷⁸⁶ - pois a norma não menciona qual o perigo a ser criado com a conduta lesiva - e *formal*, pois se consuma com a prática da conduta lesiva, em tese, ao bem jurídico - identificado como o abalo na confiabilidade e, por consequência, na eficiência do mercado⁷⁸⁷. Desse modo, não é admissível a forma tentada.

Também entendemos que o crime de uso de informação privilegiada é perigo abstrato e, em que pesem algumas manifestações doutrinárias contrárias à vagueza que podem representar tais descrições, é pertinente reproduzir para compreensão do tema a afirmação de FEIJOO SÁNCHEZ no sentido de que os “delitos de perigo abstrato e os bens jurídicos universais não são, à partida, ilegítimos, porém, criam-se novos delitos de perigo abstrato ou protegem-se bens jurídicos coletivos que são ilegítimos”⁷⁸⁸. A hipótese em exame é de um legítimo delito de peri-

⁷⁸⁶ Nesse sentido: LEITE FILHO, José: “Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada”, em *RBCCrim*, nº 60, São Paulo: 2006, p. 112; BREDÁ, Juliano e BITENCOURT, Cezar Roberto: *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional & Contra o Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro: 2011, p. 394; ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, Carlos: *Los Delitos Bursátiles*, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Monografía nº 7, Madrid: 2011, p. 77.

⁷⁸⁷ Ver MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, p. 321.

⁷⁸⁸ Cfr. FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo: “Sobre a “Administrativização” do Direito Penal na “Sociedade do Risco”. Notas sobre a Política Criminal no início do Século XXI”, em *Revista Li-*

go abstrato, pois não haveria como concretar o perigo que pode se acercar ao mercado de valores, cabendo encontrar na própria lei os indícios de periculosidade⁷⁸⁹.

a. SUJEITO ATIVO

Trata-se de um delito especial próprio, pois somente pode ser cometido pelas pessoas a que a Lei nº 6.404/76 estabelece o dever de lealdade, sendo que o *caput* do artigo 155 impõe esse dever de forma genérica ao administrador em relação à empresa, enquanto que os incisos do mesmo artigo exemplificam os padrões de comportamento que devem ser observados⁷⁹⁰. O artigo 145, da mesma lei, estende aos Conselheiros e Diretores aqueles deveres impostos aos administradores e o artigo 160, do aludido diploma legal, amplia tais deveres “aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores”, tornando-os possíveis sujeitos ativos por equiparação.

Além desses, a doutrina também entende que são sujeitos ativos os membros do conselho fiscal, os acionistas controladores e minoritários, as pessoas que prestam serviços contábeis ou jurídicos à empresa, os agentes privados que atuam no âmbito do mercado de valores mobiliários e os agentes públicos encarregados da fiscalização do setor⁷⁹¹. De fato, segundo a lei, autor é quem possui dever de sigilo sobre a informação relevante e, nos termos do artigo 8º da Instrução Normativa 358/2002 da CVM, as pessoas que detêm o dever de sigilo sobre a in-

berdades – IBCCrim, Tradução de Bruna Abranches Arthidoro de Castro, revisão de Augusto Silva Dias, São Paulo: 2011, p. 38.

⁷⁸⁹ Vid. MUÑOZ CONDE, Francisco e GARCÍA ARÁN, Mercedes: *Derecho Penal, Parte General*, Valencia: 2015, pp. 325-326, nos delitos de perigo abstrato a criação do perigo não pertence ao tipo, pois os indícios de periculosidade são encontrados na própria lei, de forma vinculante. No mesmo sentido, no que se refere à modalidade de *suministrar* informação, BENÍTEZ ORTÚZAR, Ignacio Francisco: *Comentarios al Código Penal*, Tomo IX., dir. Manuel COBO DEL ROSAL, Madrid: 2005, p. 366.

⁷⁹⁰ Nesse sentido: BALTAZAR JÚNIOR, José Paulo: *Crimes Federais*, 10ª ed., Ed. Saraiva, São Paulo: 2015, p. 570; TEIXEIRA QUATTRINI, Larissa: *Os deveres dos administradores de Sociedades Anônimas Abertas – Estudo de Casos*, São Paulo: 2014, pp. 85-86. O Superior Tribunal de Justiça acolheu esse entendimento no julgamento do RHC 46.315, 6ª Turma, Rel. Min. Sebastião Reis, julgado em 25/08/2015.

⁷⁹¹ Vid. CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*, Rio de Janeiro: 2008, p. 121.

formação relevante são os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer outros órgãos com funções técnicas ou consultivas (criados por disposição estatutária) e empregados da empresa. Registramos nosso entendimento de que esse rol é meramente exemplificativo e não *numerus clausus*, pois o mercado de valores vem evoluindo significativamente ao longo das últimas décadas, como já se disse, e podem surgir outros atores que escapem a esse círculo estabelecido pela norma administrativa – principalmente em razão da evolução tecnológica –, com igual dever de sigilo sobre a informação, por desempenharem funções ou atividades que se inter-relacionem com a empresa.

O artigo 155, §4º, da Lei nº 6.404/76 - introduzido por alteração legislativa de 2001 que alterou a lei das Sociedades Anônimas –, estabeleceu um debate doutrinário ao criar a vedação de “utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”.

Essa ampliação do rol de sujeitos ativos para efeitos de punição administrativa, na visão de alguns⁷⁹², deveria ser observada para fins penais, de modo a tornar a conduta um crime comum, pois veda a utilização de informação privilegiada no mercado de capitais “a qualquer pessoa” e deve ser vista, assim, como uma legislação relativa a valores mobiliários e não de índole societária, embora inserida em lei que regulamenta as sociedades anônimas.

Entretanto, conforme já pontuamos, de forma acertada, a doutrina majoritária afirma, com razão, que o tipo penal consagra a expressão “que deva manter sigilo” e, por conseguinte, sua aplicação deve ser restrita às pessoas obrigadas por lei a manter dever de fidelidade com a empresa⁷⁹³.

Com efeito, a opção do legislador penal brasileiro, tal qual a do espanhol, foi de punir, apenas, os *insiders* primários, por serem, no contexto dos crimes

⁷⁹² Cfr. MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, p. 293.

⁷⁹³ Ver, neste sentido, CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*, Rio de Janeiro: 2008, p. 121. Ver, também, BREDÁ, Juliano e BITENCOURT, Cezar Roberto: *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional & Contra o Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro: 2011, p. 385, os quais afirmam que o rol de autores fica restrito a quem tem o dever de sigilo sobre o fato relevante.

econômicos, as pessoas que possuem o dever de garante sobre o sigilo das informações relevantes. O ideal, para que se assegurasse maior proteção ao bem jurídico tutelado, seria que a incriminação pudesse recair sobre qualquer pessoa que, tendo obtido a informação relevante ainda não divulgada ao mercado, negociasse com base em tal informação, obtendo vantagem ou causando prejuízo a terceiros. Aliás, caminha neste sentido a normatização europeia. Porém, a opção legislativa no Brasil, como se disse, foi outra.

Entendemos, assim, que a disposição trazida pelo §4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 ficou restrita à esfera administrativa e não foi absorvida pela norma penal que criminalizou a prática do uso de informação privilegiada pois, para que terceiros possam ser responsabilizados criminalmente como autores pelo uso de informação privilegiada, deve haver, no contexto penal atual, um elo profissional que os vincule à empresa ou ao administrador, e um nexo dessa relação com o vazamento da informação. Assim, quem obtém a informação de modo ocasional, sem qualquer vínculo com a empresa e nem em razão do exercício de profissão que lhe daria este acesso, não responde criminalmente pelo fato.

De sorte como ocorre em relação a outros delitos econômicos⁷⁹⁴, o crime de uso de informação privilegiada, por ser um crime próprio, pode apresentar certa problemática quanto à definição da autoria/participação.

A quem atua em concurso com o *insider*, deve ser aplicada a regra geral de concurso de agentes, segundo o que estabelece o artigo 30 do CP, e a elementar – qualidade de detentor de dever de lealdade – é circunstância de caráter pessoal que se comunica aos demais coautores⁷⁹⁵.

É mister consignar que o diploma penal brasileiro consagrou a adoção da Teoria Monista ou Unitária no seu artigo 29, sendo que a reforma ocorrida em 1984 abrandou sua aplicabilidade, ao traçar distinções entre a punibilidade da auto-

⁷⁹⁴ Cfr., amplamente, quanto aos problemas de autoria/participação nos crimes econômicos: BAJO FERNÁNDEZ, Miguel y BACIGALUPO SAGGESE, Silvina: *Derecho Penal Económico*, Madrid: 2010, pp. 115 e ss.

⁷⁹⁵ Cfr. CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*, Rio de Janeiro: 2008, p. 122.

ria e da participação⁷⁹⁶. Assim, todo aquele que contribuir para a prática da infração penal, incide nas penas a ela cominadas, na medida de sua culpabilidade. Cabe ao intérprete o enquadramento da conduta como coautoria ou participação. A doutrina entende, com razão, que deve ser aplicado um conceito restritivo de autor, segundo o qual será autor aquele que reunir as condições típicas, caracterizando-se a cumplicidade e a instigação como formas de extensão da punibilidade⁷⁹⁷, nos termos do artigo 30 CP.

Tal qual na Espanha⁷⁹⁸, consagrou-se no Brasil a teoria do domínio do fato. Assim, considerando tratar-se o uso de informação privilegiada de crime próprio, a coautoria somente pode ser imaginada quando dois *insiders* primários decidem, de comum acordo, negociar valores com base em informação privilegiada.

Nas demais hipóteses, por se estar diante de um delito especial, ao tipo previsto no artigo 27-D da Lei nº 6.386/76 deve-se aplicar as regras gerais de participação, em que o particular responde como partícipe no delito especial (indutor, cooperador necessário ou cúmplice, que pode ser a pessoa interposta⁷⁹⁹), ainda que não tenha as qualidades exigidas pelo tipo, *sob pena de se converter os delitos especiais em mera infração de um dever*, como já acentou Muñoz Conde⁸⁰⁰, pois, do contrário, se o verdadeiro autor é o *extraneus*, não há delito a punir, uma vez que a conduta não se enquadra em outro dispositivo como crime comum.

A exemplo do que menciona Martínez-Buján a respeito do crime tipificado no artigo 285 do CP espanhol, o mesmo deve-se dizer em relação ao crime de uso de informação privilegiada da forma como redigido no artigo 27-D da Lei nº

⁷⁹⁶ Nesse sentido: BITENCOURT, Cezar Roberto: *Código Penal Comentado*, pp. 115-116; CAPEZ, Fernando: *Curso de Direito Penal. Parte Geral*, São Paulo: 2010, p. 366.

⁷⁹⁷ Vid. ZAFFARONI, Eugenio Raúl/PIERANGELLI, José Henrique: *Manual de Direito Penal Brasileiro. Parte Geral*, São Paulo: 1997, p. 668.

⁷⁹⁸ Quanto à adoção da teoria em Portugal, ver BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo: *Abuso de Informação, Manipulação do Mercado e Responsabilidade Penal das “Pessoas Colectivas”*. “Tipos Cumulativos” e Bens Jurídicos Colectivos na “Globalização”, Lisboa: 2015, p. 471.

⁷⁹⁹ Vid. MUÑOZ CONDE, Francisco: *Derecho Penal, Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 426; MIR PUIG, Santiago: *Direito Penal – Fundamentos e Teoria do Direito*, Tradução Cláudia Viana Garcia e José Carlos Nobre Porciúncula Neto, São Paulo: 2007, pp. 364 e ss.

⁸⁰⁰ Cfr. MUÑOZ CONDE, Francisco e GARCÍA ARÁN, Mercedes: *Derecho Penal, Parte General*, Valencia: 2015, p. 478.

6.386/76, pois em que pese ser um delito especial próprio, não se trata de um mero delito de infração de um dever, e sim de um delito de domínio, "que se basa en la no evitación de ciertos riesgos no permitidos provenientes de la esfera de organización del sujeto ativo, o sea, en un deber genérico de evitar que el sujeto "iniciado" abuse de las facultades de organización que tiene sobre la información relevante y que ocasione con ello um riesgo no permitido". Com efeito, ainda que se admitisse que o tipo contém a infração de um dever, não é exclusivamente esse elemento que o compõe, pois é inequívoca a presença do domínio já referido. Assim, para caracterização do ilícito penal, segundo a legislação brasileira, o autor, além de *utilizar informação relevante* ainda não divulgada ao mercado, deve *negociar valores mobiliários*, pois apenas transmitir a outrem a informação relevante não caracteriza crime – e sim uma infração administrativa. É inequívoco que os crimes próprios acarretam limitações à teoria do domínio do fato para fins de caracterização da autoria⁸⁰¹.

Se aplicarmos o critério da acessoriedade limitada⁸⁰², para que o partícipe possa ser punido criminalmente, o autor deve ao menos iniciar a execução da ação típica e o partícipe aporta ao crime apenas uma colaboração – contribuição

⁸⁰¹ Assim, ZAFFARONI, Eugenio Raúl/PIERANGELLI, José Henrique: *Manual de Direito Penal Brasileiro. Parte Geral*. Ed. Revista dos Tribunais, São Paulo: 1997, p. 679.

⁸⁰² Nesse sentido, MIR PUIG, Santiago: *Direito Penal – Fundamentos e Teoria do Direito*. Ed. Revista dos Tribunais, Tradução Cláudia Viana Garcia e José Carlos Nobre Porciúncula Neto, São Paulo: 2007, p. 368; BACIGALUPO, Silvina: *Autoría y participación en delitos de infracción de deber. Una investigación aplicable al Derecho penal de los negocios*. Acessível no [sítio: http://online.elderecho.com/seleccionProducto.do?jsessionid=B9DA81C2AFE494709D9974FE36E3DB81.TC_ONLINE01?producto=*&refEditorial=PO_Autoria_y_participacion_en_delitos_de_infraccion#%2FvisorLibro.do%3Fhref%3D2015%2F1003375%26raiz%3D%5Cnuevo%5CPO%5CPO_Autoria_y_participacion_en_delitos_de_infraccion%5C1%5C20160721%5Cvisor%26idFragmento%3Dcreditos%26rnd%3D0.2565577110158722](http://online.elderecho.com/seleccionProducto.do?jsessionid=B9DA81C2AFE494709D9974FE36E3DB81.TC_ONLINE01?producto=*&refEditorial=PO_Autoria_y_participacion_en_delitos_de_infraccion#%2FvisorLibro.do%3Fhref%3D2015%2F1003375%26raiz%3D%5Cnuevo%5CPO%5CPO_Autoria_y_participacion_en_delitos_de_infraccion%5C1%5C20160721%5Cvisor%26idFragmento%3Dcreditos%26rnd%3D0.2565577110158722), em 05-01-2017, capítulos 3 e 4, a qual afirma que na dogmática vigente espanhola existe um quase consenso quanto à adoção da acessoriedade limitada, razão pela qual se exige que o fato principal deve ser típico e antijurídico, qualquer que seja o conceito de autor que se empregue, sendo que os delitos de infração de dever só foram admitidos pela opinião minoritária. A autora defende, contudo, que a infração de dever é determinante do caráter principal da autoria, afirmando que os delitos de dever modificam a acessoriedade no que tange à *acessoriedade qualitativa*. Argumenta que nos delitos de infração de dever o *intraneus* infringe seu dever, sem o que o fato não poderia ser cometido e, portanto, realiza a autoria; de outra parte, aquele que participa sem infringir o dever especial, realiza uma ação acessória e será cúmplice ou cooperador da infração do autor.

moral ou material -, sem ter domínio do fato, pois não participa diretamente de sua execução⁸⁰³.

Desse modo, adotando-se o critério da acessoriedade limitada, a conduta típica deve ser praticada pelo autor, dada a acessoriedade da participação. Logo, no caso do crime de uso de informação privilegiada, tal qual tipificado na legislação brasileira, se o autor não executa integralmente as elementares da conduta principal – *utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários* -, resulta impunível, também, a conduta do partícipe. Ressalte-se que não se trata aqui de aplicar a teoria formal objetiva, pois como regra, de acordo com o que dispõe o artigo 29 do CP, não é necessário que o autor pratique toda a ação descrita no tipo. Contudo, se a participação há de se dar em injusto alheio, a conduta do *insider* primário deve ser típica e antijurídica e, para a correta incidência da norma que incrimina o *insider trading*, o autor deve *utilizar* a informação, *negociando* com ela. Em suma, o partícipe não pode ter poderes decisórios em relação à consumação do fato⁸⁰⁴, porquanto sua atividade é secundária, uma vez que não desempenha atividade executiva⁸⁰⁵.

Por esse motivo, discordamos da solução preliminar que se emprestou ao julgamento do HC 46.315 pelo STJ⁸⁰⁶ - ainda em sede provisória, uma vez que

⁸⁰³ Cfr. GOMES, Luiz Flávio: *Direito Penal. Parte Geral*, V. 2, Ed. RT, São Paulo: 2007, p. 507; CAPEZ, Fernando: *Curso de Direito Penal. Parte Geral*. 14ª ed., Ed. Saraiva, Vol. 1, São Paulo: 2010, p. 366-367. Vid., ainda, BAJO FERNÁNDEZ, Miguel y BACIGALUPO SAGGESE, Silvina: *Derecho Penal Económico*, Madrid: 2010, p. 117, os quais referem que nos delitos especiais próprios “a autoria depende de que o autor da ação seja também o obrigado pelo dever especial cuja infração é a base da punibilidade”.

⁸⁰⁴ Cfr. BACIGALUPO, Enrique: *Lineamientos de la teoría del delito*, Ed. Astrea, Buenos Aires: 1974, p. 119; MUÑOZ CONDE, Francisco e GARCÍA ARÁN, Mercedes: *Derecho Penal, Parte General*, Valencia: 2015, p. 475, menciona que o partícipe não tem domínio positivo sobre o fato, ainda que se dê sob a forma de cooperação necessária, porque embora se cuide de uma participação relevante, o partícipe não decide “el sí y el cómo”.

⁸⁰⁵ Assim: BITENCOURT, Cezar Roberto: *Tratado de Direito Penal. Parte Geral I*, São Paulo: 2008, p. 422; QUINTANAR DÍEZ, Manuel e ORTIZ NAVARRO, José Francisco: *Elementos de Derecho Penal. Parte General*, dir. QUINTANAR DÍEZ, Valencia: 2015, p. 117.

⁸⁰⁶ No caso julgado, determinou-se o prosseguimento da ação penal em que se imputava ao Diretor de uma empresa a conduta de transmitir a outrem informação privilegiada, e a esse terceiro a conduta de utilizar a informação para obtenção de benefício patrimonial, aplicando

se limitou a determinar o prosseguimento da ação penal -, pois caso o legislador quisesse punir criminalmente a conduta de *fornecer* ou *transmitir* a informação privilegiada para que outrem a utilize, deveria ter previsto expressamente a situação, como o fez o legislador espanhol, conforme já amplamente analisado em outro apartado⁸⁰⁷. Respeitando o entendimento minoritário que se formou na doutrina espanhola acerca da participação em delitos de infração de dever, entendemos que no caso do artigo 27-D da Lei nº 6.38/76 não se está diante de uma mera infração de dever por parte de quem tem o dever de manter sigilo sobre a informação relevante, porque, para fins de responsabilização criminal, é esse mesmo sujeito que deve negociar com base nessa informação - em nome próprio ou de terceiro - e, por conseguinte, possuir o domínio sobre o fato. Tanto assim o é, que a mera transmissão da informação por parte do *insider* primário ao *insider* secundário, não caracteriza infração penal; é conduta atípica. Logo, embora não se desconheça o

a doutrina de Roxin de infração de dever, considerando que o autor/Diretor praticou a figura principal da ação típica, identificada na violação do sigilo sobre a informação relevante e o partícipe perpetrar a conduta de negociar os títulos no mercado. A ação penal correspondente (5067096-18.2012.4.04.7100/RS), que tramitou na 7ª Vara Federal de Porto Alegre/RS, já possui sentença condenatória exarada em novembro de 2016, pela qual restaram condenados por uso manipulação de mercado e uso de informação privilegiada o acionista controlador e Diretor de relação com Investidores da empresa Mundial S/A – por transmitir a terceiro informação privilegiada – e um terceiro, que teria feito uso de informação privilegiada, para efetuar operações de aquisição de ações a termo. O processo encontra-se em fase de processamento dos recursos de apelação.

⁸⁰⁷ NIETO MARTÍN, Adán: *Insider Trading o tráfico con información privilegiada. Almacén de Derecho*. Acessado em 18-12-2016, disponível no sítio <http://almacenederecho.org/insider-trading-o-trafico-con-informacion-privilegiada>, analisando a STS de 23-07-2015, conclui que para quem pratica a conduta de “suministrar” a informação relevante, tanto a consumação quanto a punibilidade – a depender da posição que se adote quanto ao referencial monetário constante no tipo – ficariam em mãos de um terceiro, a menos que se entenda (e se prove) que quem fornece a informação obtém alguma vantagem financeira com isso(ou porque vende a informação, ou porque auferir lucro de alguma forma).

posicionamento doutrinário⁸⁰⁸ e jurisprudencial em sentido contrário, entendemos não haver como justificar na sistemática penal vigente, adotada pelo CP, que para a tipificação penal do uso de informação privilegiada basta ao autor infringir o dever de sigilo e ao partícipe se reserva a execução da conduta que ocasiona benefício/prejuízo.

Afinal, os limites da acessoriedade derivam do princípio da legalidade e da proibição de analogia, cabendo apenas ao legislador, e não ao intérprete, dispor em sentido contrário. Recorde-se que as últimas normativas europeias instituíram a necessidade de responsabilizar criminalmente a *transmissão ilícita de informação privilegiada*⁸⁰⁹, a par da criminalização do abuso de mercado e da manipulação de mercado, exatamente porque a UE entendeu que a conduta de usar ou utilizar a informação vincula-se, necessariamente, à negociação dos valores no mercado por quem tem o dever de sigilo em relação à informação relevante. Pela sistemática introduzida nas Diretivas europeias, as condutas de quem *usa* a informação privilegiada para negociar, ou de quem *induz/recomenda* que outrem negocie, devem ser punidas com mais rigor que a conduta de quem *transmite* ou *comunica* a informação a outrem⁸¹⁰.

⁸⁰⁸ Vid., amplamente, ROXIN, Claus: *Autoría y Dominio del Hecho en Derecho Penal*, Madrid/Barcelona: 2000, pp. 385 e ss. Ver, também, profundo desenvolvimento do tema em BACIGALUPO, Silvina: *Autoría y participación en delitos de infracción de deber. Una investigación aplicable al Derecho penal de los negocios*. Acessível no sítio: http://online.elderecho.com/seleccionProducto.do;jsessionid=B9DA81C2AFE494709D9974FE36E3DB81.TC_ONLINE01?producto=*&refEditorial=PO_Autoria_y_participacion_en_delitos_de_infraccion%2FvisorLibro.do%3Fnref%3D2015%2F1003375%26raiz%3D%5Cnuevo%5CPO%5CPO_Autoria_y_participacion_en_delitos_de_infraccion%5C1%5C20160721%5Cvisor%26idFragmento%3Dcreditos%26rnd%3D0.2565577110158722, em 05-01-2017, capítulo 5 e conclusão.

⁸⁰⁹ Regulamento (UE) n° 596/2014: Abuso de Informação Privilegiada (artigo 8º, apartado 1) “quando uma pessoa que dispõe de informação privilegiada *utiliza* essa informação ao adquirir ou alienar, por sua conta ou por conta de um terceiro, direta ou indiretamente, instrumentos financeiros a que essa informação diz respeito”; Transmissão Ilícita de Informação Privilegiada (artigo 10) “quando uma pessoa dispõe de informação privilegiada e a *transmite* a qualquer outra pessoa, exceto se essa transmissão ocorrer no exercício normal da sua atividade, profissão ou funções”.

⁸¹⁰ Cfr. NIETO MARTÍN, Adán: “The times they are a changing’: También para el Insider Trading: Caso Tabacalera”, em *Fraude a Consumidores y Derecho Penal. Fundamentos y talleres de leading cases*. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO e Víctor GÓMEZ MARTÍNS, coord. Vicente VALIENTE IVÁÑEZ, Madrid: 2016, p. 448. Ver, também, a opção da legislação portuguesa em tipificar a conduta de “transmitir a informação privilegiada”, em

Cuida-se, enfim, de uma opção de política-criminal - bastante questionável, ao nosso modo de ver - punir criminalmente apenas a conduta de um determinado rol de sujeitos (*insiders* primários) – no estrito âmbito das sociedades anônimas -, os quais, em razão da posição de confiança que ocupam em relação à empresa possuem, no tocante a essa, dever de fidelidade e devem atuar como garantes da proteção do bem jurídico, evitando a negociação em base a informação privilegiada. O legislador entendeu que apenas essa conduta possui grau de lesividade suficiente para autorizar a imposição de sanção penal. Aos demais, que não atuam em co-autoria com aquele rol de agentes, que venham a utilizar informação privilegiada para negociar valores no mercado, o legislador reservou, tão-somente, as sanções administrativas.

Em qualquer caso, não se pode dissociar o exame da autoria da análise do único verbo que tipifica a conduta – *utilizar* - que está vinculado à ação de quem tem acesso à informação privilegiada e também possui dever de lealdade em relação a essa. Por essa razão, não cabe a comissão por omissão neste tipo penal⁸¹¹.

Cabe, ainda, um registro, quanto à autoria, no sentido que a legislação infraconstitucional brasileira somente admite a responsabilização criminal da pessoa jurídica em ilícitos penais ambientais⁸¹².

BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo: *Abuso de Informação, Manipulação do Mercado e Responsabilidade Penal das “Pessoas Colectivas”*. “Tipos Cumulativos” e Bens Jurídicos Colectivos na “Globalização”, Lisboa: 2015, pp. 449-450.

⁸¹¹ Vid., a respeito, MUÑOZ CONDE, Francisco: *Derecho Penal, Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 451. No mesmo sentido, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte Especial*, Valencia: 2015, p. 361, destacando que o verbo utilizar implica uma *atividade* de compra ou venda de títulos em que se explora o conhecimento que se possui sobre a informação relevante; BAJO FERNÁNDEZ, Miguel y BACIGALUPO SAGGESE, Silvina: *Derecho Penal Económico*, Madrid: 2010, p. 589, os quais afirmam que o verbo *usar* identifica a conduta de quem *realiza* as operações mercantis e não abarca as condutas de *preparar*, *comunicar* ou *recomendar*, que são castigadas no direito espanhol em âmbito administrativo.

⁸¹² Ver Lei nº 9.605/98 (lei dos crimes ambientais) e RE 548.181, 1ª Turma do STF, publicado em 30 de outubro de 2014, Rel. Min Rosa Weber, no qual a Corte, por maioria, entendeu que existe autonomia na persucução penal da pessoa coletiva, independentemente de responsabilização penal individual de seus dirigentes.

b. VERBO TÍPICO

O único verbo que conforma a figura típica é ‘utilizar’ a informação relevante, no sentido de empregá-la para possível obtenção de vantagem indevida, para si ou para outrem, mediante negociação de valores mobiliários.

Valem, aqui, as mesmas observações feitas às hipóteses de *insider non trading* na parte relativa à tipificação da conduta no Direito espanhol. O artigo 27-D, da Lei nº 6.385/76, pune a conduta comissiva de utilizar informação relevante *mediante negociação*.

Com efeito, como observa a doutrina, não está prevista na legislação penal brasileira a modalidade omissiva, que se configuraria diante da contemplação, na redação do tipo, do verbo “manter”⁸¹³. O *insider non trading*, portanto, também não é punível na legislação penal brasileira.

Essa opção legislativa reforça nossa percepção de que se reservou à responsabilização criminal aquela conduta considerada mais repugnante do ponto de vista ético e moral, qual seja a de quem – no exclusivo limite da administração de sociedades anônimas de capital aberto - possui o dever de informar o mercado todos os fatos que possam afetar a valorização das ações da empresa no mercado de valores, ou deve se abster de negociar com base na informação relevante que possui.

c. OBJETO MATERIAL DA AÇÃO

O delito, que somente pode ocorrer no âmbito da administração de sociedades anônimas de capital aberto, está tipificado no artigo 27-D da Lei 6.385/76⁸¹⁴ e exige que para a conduta ser típica, a informação utilizada deve ser *sigilosa e relevante*.

⁸¹³ Vid., no sentido de ser atípica a conduta, BREDÁ, Juliano e BITENCOURT, Cezar Roberto: *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional & Contra o Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro: 2011, pp. 386-387.

⁸¹⁴ Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.

Trata-se de uma imprecisão terminológica o fato de denominar o crime como *Uso indevido de informação privilegiada*, e punir a conduta de *uso de informação relevante*. À semelhança da crítica que se faz à legislação espanhola, que pune o uso de informação relevante no artigo 285 do CP e o uso de informação privilegiada no artigo 442 do CP, na legislação penal brasileira, por questão de coerência, o legislador deveria ter optado por apenas um único padrão. O adjetivo *indevido*, ademais, abunda na denominação da infração penal, pois o que se pune, por óbvio, é a prática abusiva do uso da informação privilegiada, como já se viu anteriormente.

Portanto, no Direito brasileiro, a informação que interessa para a caracterização do crime de uso *indevido* de informação privilegiada é aquela ainda não tornada pública e, materialmente *relevante*, a ponto de permitir a seu detentor usufruir de vantagem, podendo causar prejuízos a terceiros - porque, caso tivesse se tornado conhecida do público, afetaria sobremaneira os preços das ações. Aplicam-se, neste particular, as mesmas observações já realizadas em relação ao conceito de informação relevante para o Direito espanhol, inclusive no que concerne a se tratar de uma norma penal com elementos normativos⁸¹⁵, uma vez que não revela o que deve ser entendido por informação relevante, cabendo ao intérprete buscar nas normas extrapenais que regulamentam o mercado de valores, os elementos integradores do tipo. Desse modo, deve o aplicador da lei, como ressaltou o precedente aludido, valorar no caso concreto a relevância da informação.

A Instrução Normativa nº 358/2002 da CVM, em seu artigo 2º, elenca 22 hipóteses que podem caracterizar a relevância da informação que interessa à tipificação do *insider trading*. Entretanto, convém registrar que se cuida de mera exemplificação, tal qual ocorre no ordenamento espanhol, uma vez que não consideramos o rol taxativo porque a própria norma menciona, no parágrafo único, que as situações elencadas são *exemplos* de ato ou fato potencialmente relevante, *dentre outros*.

Veja-se que a legislação brasileira, tal qual a espanhola, não exige que a informação seja *precisa*. Reiteramos que esse elemento é encontrado nas Diretivas espanholas e entendemos que seria pertinente sua incorporação ao exame do tipo

⁸¹⁵ No julgamento do REsp. 1569171, 5ª Turma do STJ, Rel. Min. Gurgel de Faria, reconheceu-se tratar de norma penal em branco.

penal por parte das normas administrativas brasileiras. Inclusive, tem-se notícia de que a CVM trabalha em nova minuta que substituirá a Instrução Normativa nº 358/2002, já tendo ocorrido audiência pública para tratar do tema⁸¹⁶. Embora a minuta existente não contemple alteração no *caput* do artigo 2º da mencionada IN, de *lege ferenda*, entendemos que poderia ser objeto de alteração para tornar o dispositivo integrador do tipo penal mais claro acerca do conceito de informação relevante, que tantas dúvidas e debates doutrinários suscita. Ocorre que o conceito de fato relevante existente atualmente na legislação administrativa é bastante aberto para fins de tipificação penal e deveria ser aprimorado.

Há uma construção doutrinária no sentido de que a informação sobre atos ou fatos relevantes deve ser divulgada antes do início ou após o encerramento das negociações no mercado de valores mobiliários, onde os títulos de emissão da empresa sejam admitidos à negociação⁸¹⁷. Entretanto, já tivemos oportunidade de analisar em capítulo anterior o momento em que a informação relevante deve ser tornada pública, cabendo salientar que a proposta em curso, de alteração da Instrução Normativa nº 358/2002, contempla a possibilidade de a informação relevante ser divulgada, inclusive, durante o horário de negociação, de uma forma organizada e eficiente que não prejudique o caráter equitativo das operações do mercado.

d. ELEMENTO SUBJETIVO

O tipo do artigo 27-D da Lei nº 6.385/76 consuma-se apenas mediante dolo do agente. Assim, para a configuração do ilícito o agente deve utilizar a informação que sabe ser relevante, negociando em base a essa no mercado de valores, tendo consciência de que o seu conteúdo ainda não foi tornada pública e que a informação pode influenciar a cotização de valores ou outros instrumentos negociáveis naquele mercado.

Entendemos que se trata de crime de mera conduta, que se perfectibiliza bastando que o agente faça uso de informação da qual deveria guardar sigilo, ainda não tornada pública, para negociar títulos no mercado mobiliário, em nome próprio

⁸¹⁶Ocorrida em 08-06-2016, conforme se colhe do sítio <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160608-1.html>, acessado em 02-01-2017.

⁸¹⁷ Vid., a respeito, MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, p. 295.

ou alheio. Exige-se, portanto, o dolo em relação ao ato de negociar títulos ou valores mobiliários sabendo que, para tanto, se utiliza uma informação ainda não tornada pública.

Não é necessário que assim agindo o agente obtenha vantagem ou cause prejuízo a outrem, pois o bem jurídico protegido é a integridade do mercado de valores e a conduta se perfaz com o ato de negociar nesse mercado em posse de informação ainda não tornada pública. Afinal, a norma penal assevera que o uso da informação relevante deve ser *capaz de propiciar a vantagem indevida*. Portanto, o tipo não exige a efetiva obtenção do resultado (vantagem indevida) para sua consumação.

e. PENA APLICÁVEL

O artigo 27-D da Lei nº 6.385/76 prevê pena de reclusão de 1(um) a 5 (cinco) anos e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem obtida em decorrência do crime.

O instituto da Suspensão Condicional do Processo, introduzido no Direito brasileiro pela Lei nº 9.099/95, artigo 89, é aplicável ao crime de uso de informação privilegiada.

De acordo com esse dispositivo legal, a suspensão do processo pode ser proposta aos infratores que pratiquem crimes cuja pena mínima cominada não ultrapasse 1 (um) ano de reclusão - consideradas de pequena ofensividade, salvo quando o fato for de natureza complexa ou quando o acréscimo decorrente do crime continuado ou do concurso formal superar o limite de um ano -, que não possuam antecedentes criminais e cujos elementos subjetivos (personalidade, conduta social) e objetivos (motivos e circunstâncias do crime) lhe sejam favoráveis. A proposta de suspensão da ação penal é formulada por parte do Ministério Público a quem preenche os requisitos e pode ser aceita pelo denunciado.

Cuida-se de modelo de justiça consensual inspirada nos ordenamentos dos EUA (*plea bargaining*), da Itália (*patteggiamento*) e de Portugal (nos institutos do *arquivamento*, da *suspensão condicional do processo* e no *processo abreviado*), que já possuíam semelhante benefício, marcado por característica despenalizadora. Assim, o denominado *sursis* processual é identificado pelo sobrestamento do pro-

cesso criminal oferecido contra o acusado, sem que se indague da existência de culpa ou sem que se examine a provável pena aplicável ao agente.

Desse modo, o acusado faz o acordo com o Ministério Público, que é homologado pelo juiz, comprometendo-se a cumprir determinadas condições previstas em lei, por um determinado período de tempo (que oscila entre dois e quatro anos), findo o qual é extinta a punibilidade do crime que lhe foi imputado na denúncia oferecida pelo Ministério Público.

Em relação ao crime de uso de informação privilegiada, cuja pena mínima cominada é de um (1) ano de reclusão, pois, é cabível, em tese, a suspensão condicional do processo.

f. ANÁLISE DO PRIMEIRO PRECEDENTE BRASILEIRO

Como de resto ocorre nos países de direito continental, são poucos os processos criminais existentes em matéria de *insider trading* e mais escassas, ainda, as condenações, dadas as dificuldades de investigação, coleta de prova e comprovação de prejuízo ou de obtenção de vantagens decorrentes de tais práticas.

No Brasil, a ausência de precedentes que analisem o mérito da ação penal proposta também pode ser atribuído ao advento do instituto da Suspensão Condicional do Processo, introduzido no Direito nacional pela Lei nº 9.099/95, artigo 89, já visto em detalhe por ocasião da abordagem quanto à pena aplicável.

Tem-se notícia de ações penais propostas em relação a este crime, que resultaram sobrestadas em razão do aceite da proposta de suspensão condicional do processo, o que contribui sobremaneira para a redução dos casos que terminam por gerar precedentes nos Tribunais⁸¹⁸.

Para análise dos poucos julgados existentes utiliza-se, basicamente, informações coletadas das páginas *web* dos Tribunais e juízos respectivos e ainda, a

⁸¹⁸ Este é o caso da ação penal nº 2009.61.81.009474-9, que tramitou na 6ª Vara Criminal da Seção Judiciária de São Paulo e que já está arquivada, uma vez que o acordo de suspensão condicional do processo foi cumprido.

íntegra de julgados obtidos fisicamente nesses juízos. Identificaram-se, assim, algumas ações ainda em fase de instrução probatória em varas da Justiça Federal⁸¹⁹.

⁸¹⁹ Assim: Ação penal nº 0008777-57.2013.4.02.5001 (2013.50.01.008777-3), atualmente aguardando o julgamento das apelações, tramitou na 1ª Vara Federal Criminal de Vitória/Espírito Santo, apurou fatos ocorridos no ano de 2006 e recebeu sentença em abril de 2016, pela qual foram condenados o representante do Banco BANESTES S.A. no Comitê Técnico de Investimentos da FUNDAÇÃO BANESTES DE SEGURIDADE SOCIAL (BANESES) e Gerente-Geral da BANESTES DTVM, bem como, o Diretor Financeiro e de Relações com Investidores do Banco BANESTES S.A. e Diretor de Operações na BANESTES DTVM, que, de acordo com a sentença, tomaram parte da decisão de realizar a venda de considerável parcela de ações BEES3, como forma de enquadrar a BANESES nos limites estabelecidos pela Resolução 3.121 do BACEN, valendo-se de informações privilegiadas para alcançar ganhos extraordinários. No caso concreto, considerou o magistrado relevante a informação de que “a BANESES, cujo principal patrocinador é a companhia aberta BANESTES S.A., iria vender em bolsa de valores considerável número de ações BEES3, a fim de se adequar aos limites impostos Resolução nº 3.121 do BACEN (..), por se tratar de fato de caráter negocial que poderia influir na cotação dos valores mobiliários de emissão de companhia aberta bem como na decisão de investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários, tendo em vista que, com a grande oferta de tais papéis no mercado, os quais não tem muita liquidez, a tendência seria a desvalorização temporária daquelas ações”. Ademais, salientou que os acusados, em razão dos cargos que ocupavam, sabiam em que dias se dariam tais operações e, valendo-se da informação, negociaram os títulos, uma vez que a venda de “expressiva quantidade de ações de baixa liquidez na bolsa de valores em determinados dias certamente redundaria na desvalorização temporária daqueles papéis”. As penas restaram fixadas, para um dos réus, em 2(dois) anos de reclusão e 72 (setenta e dois) dias-multa, e para o outro, em 1 (um) ano, 9 (nove) meses e 18 (dezoito) dias de reclusão e 64 dias-multa, substituídas por penas restritivas de direito de prestação de serviços à comunidade e pagamento de prestação pecuniária. Ação Penal nº 0006488-42.2014.4.03.6181, conhecido como Caso Sadia II, cuja denúncia foi recebida e a instrução ocorre perante a 2ª Vara Federal Criminal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Crimes de Lavagem ou Ocultação de Bens, Direitos ou Valores de São Paulo/SP julho de 2006. Neste processo acusa-se acionista pertencente ao bloco controlador da SADIA S/A que, livre e conscientemente, teria se utilizado de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, consubstanciada na oferta pública de aquisição, por parte da SADIA, de ações de emissão da PERDIGÃO S/A. Afirma a acusação que o denunciado tinha conhecimento da informação relevante em razão de sua função e da qual deveria manter sigilo e assim, teria propiciado, para si, vantagem indevida, mediante a compra, em nome de seu pai, de 8.000 (oito mil) ações "PEGA3" da PERDIGÃO, com sua venda logo após a divulgação da informação relevante, conseguindo um lucro bruto no valor de R\$ 42.773,00 (quarenta e dois mil, setecentos e setenta e três reais) em valores da época. Ação Penal nº 0000143-89.2016.4.03.6181, que resultou em sentença absolutória, em 19/12/2016, por atipicidade do fato. Nesse processo imputava-se ao Diretor de relação com investidores da empresa LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S/A, a conduta de ter adquirido 25.000 ações da LOG-in, no valor de R\$ 104.169,00, em 28.11.2014, e, em 01.12.2014, 20.000 ações da mesma Companhia, no valor de R\$ 81.001,00, perante a BM&FBOVESPA, na posse de informação relevante referente ao pedido de prorrogação do contrato de arrendamento firmado entre a controlada da LOG-in, a empresa TVV, e a

A primeira sentença condenatória em matéria de *insider trading* no Brasil foi proferida apenas em 16-02-2011, no caso que ficou conhecido como SADIA-PERDIGÃO (ação penal nº 000513-26.2009.4.03.6181/SP⁸²⁰) envolvendo duas grandes empresas do ramo alimentício sediadas no Brasil. Segundo a denúncia do Ministério Público Federal, que restou acolhida pelo magistrado, no ano de 2006 houve tentativas da empresa Sadia S.A. adquirir o controle acionário da empresa Perdigão S.A, por meio de OPA- Oferta Pública de Aquisição de Ações. No mesmo período, ficou comprovado que dois executivos da empresa Sadia e um executivo da instituição financeira que participou das reuniões de estruturação da proposta fizeram uso das informações privilegiadas obtidas em tais encontros, para adquirir valores mobiliários da empresa Perdigão. A CVM constatara aumento do volume e oscilação dos preços dos negócios envolvendo as ações ordinárias da empresa Perdigão nos dias que antecederam a primeira oferta pública. Considerando que a Perdigão possuía ações negociadas na BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) e ADRs⁸²¹ negociadas na NYSE (New York Stock Exchange), os títulos possuíam correspondência e assim, a CVM solicitou informações à SEC quanto às negociações que haviam sido realizadas no mesmo período com os títulos da Perdigão.

Comprovou-se, de acordo com a denúncia, que o Diretor de Finanças e Relação com Investidores da Sadia, um dos membros do Conselho de Administração da Sadia, bem como o Superintendente Executivo de Empréstimos da instituição participante das reuniões aludidas, compraram e venderam títulos da empresa Perdigão, nos EUA, no período em que a informação ainda não havia sido publicada e apenas os *insiders* dela tinham conhecimento.

Companhia Docas do Estado do Espírito Santo - CODESA, autoridade portuária local, o que só veio a ser divulgado em 09.12.2014

⁸²⁰ Tramitou na 6ª Vara Federal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e Lavagem de Valores de São Paulo. Houve a admissão da CVM como assistente de acusação

⁸²¹ ADR significa “American Depositary Receipt” que, de acordo com o *Black’s Law Dictionary*, é um título de crédito emitido por um banco americano como um substituto para ações de uma companhia sediada no exterior. De acordo com MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*, São Paulo: 2005, p. 83, a negociação desses certificados é regulamentada pela CVM no Brasil e, no exterior, pelas respectivas autoridades competentes.

No que tange ao ex-funcionário da instituição financeira, o Ministério Público Federal propôs a suspensão condicional do processo⁸²², que foi aceita pelo denunciado, o qual se obrigou pelo acordo a comparecer bimestralmente em juízo durante três anos e a prestar serviços à comunidade durante 6 meses, por quatro horas semanais - durante tal período o processo permaneceu suspenso. Após o decurso dos três anos com o cumprimento de todas as condições impostas, o processo foi arquivado.

Os executivos da Sadia foram condenados pela prática do crime previsto no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76, na forma de crime continuado (artigo 71 do Código Penal Brasileiro), por terem emitido mais de uma ordem de negociação (compra ou venda) de valores mobiliários. A sentença estabeleceu as penas em 1(um) ano e 9 (nove) meses de reclusão e 1(um) ano, 5 (cinco) meses e 15(quinze) dias de reclusão, cumulado com multa nos valores de R\$ 349.711,53 e R\$ 374.940,52. As penas privativas de liberdade foram substituídas por duas penas restritivas de direito: prestação de serviços à comunidade e proibição de exercício do cargo de administrador e/ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo do cumprimento da pena de prestação de serviços.

Ao julgar as apelações, em 2013, a 5ª Turma do Tribunal Regional Federal da 3ª Região, com sede em São Paulo, negou provimento às apelações da defesa e deu provimento à apelação do Ministério Público Federal para aumentar as penas privativas de liberdade para 2 (dois) anos, 6 (seis) meses e 10 (dez) dias de reclusão e 2 (dois) anos e 1 (um) mês de reclusão, ambas em regime aberto. As multas foram mantidas. A par do ineditismo, o grande diferencial desse julgado foi a imposição de pagamento de dano moral coletivo⁸²³, levando em conta um duplo viés, a saber: o preventivo - para prevenir nova lesão a direitos transindividuais - e o repressivo - em decorrência de efetiva violação de direitos metaindividuais. O julgado considerou “que é obrigação do Estado tutelar os interesses difusos de grande número de pequenos investidores que nele aplicam suas reservas financeiras, que o correto funcionamento do mercado acionário é fator relevante para o

⁸²² Benefício previsto no artigo 89 da Lei nº 9.099/95.

⁸²³ O Código de Processo Penal Brasileiro (Decreto Lei nº 3689/41), em seu artigo 387, estabelece a possibilidade de o juiz fixar na sentença ‘valor mínimo para reparação dos danos causados pela infração, considerando os prejuízos sofridos pelo ofendido’. A lei não estabelece parâmetros para essa fixação.

desenvolvimento econômico e social de um país, que as regras básicas do mercado de valores mobiliários consistem no nivelamento de informações entre os investidores e a transparência das operações, que há muitos investidores não qualificados e que necessitam dessa proteção coletiva, e, por fim, que a defesa da regularidade e do bom desenvolvimento do mercado de valores mobiliários é de interesse público, pois repercute em diversos índices de desenvolvimento econômico e social do País, determino o ressarcimento do dano moral coletivo sofrido por todos os investidores do mercado acionário que foram vítimas das condutas perpetradas pelos acusados”.

Como consequência, utilizando-se os parâmetros previstos na Lei nº 6.385/76 - que disciplina o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, a par de estabelecer a previsão de multas administrativas no artigo 11 – considerando a gravidade do ato ilícito cometido pelos acusados, que, segundo o acórdão, “colocou em risco o correto funcionamento do mercado de valores mobiliários, a astúcia de um dos réus, ao se utilizar de uma empresa offshore com o propósito de ocultar das autoridades brasileiras a negociação de valores mobiliários, e o grande lucro potencialmente auferido”, fixou-se o valor mínimo, a título de reparação de danos morais coletivos, em R\$ 254.335,66 (duzentos e cinquenta e quatro mil, trezentos e trinta e cinco reais e sessenta e seis centavos) para um dos acusados e em R\$ 305.036,36 (trezentos e cinco mil, trinta e seis reais e trinta e seis centavos) para o outro, em razão da vantagem econômica obtida. Tais valores, determinou o acórdão, “serão destinados à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que, conforme especificado na sentença, deverão ser utilizados na promoção de eventos educativos, bem como na edição de material informativo acerca da conscientização dos investidores sobre os malefícios da prática do delito de insider trading”.

Ao julgar o Recurso Especial nº 1569171, sobre esse caso, entretanto, o Superior Tribunal de Justiça⁸²⁴, embora tenha mantido a condenação dos réus, re-

⁸²⁴ PENAL E PROCESSUAL. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. ART. 27-D DA LEI N. 6.385/1976. USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA – INSIDER TRADING. ALEGAÇÃO DE ATIPICIDADE DA CONDUTA. NÃO ACOLHIMENTO. DOSIMETRIA DA PENA. PENA-BASE. AUMENTO. CULPABILIDADE EXACERBADA. FUNDAMENTO IDÔNEO. PENA DE MULTA. APLICAÇÃO CORRETA. DANOS MORAIS. NÃO CABIMENTO. CRIME COMETIDO ANTES DA VIGÊNCIA DA LEI N.11.719/2008. IRRETROATIVIDADE.

1. Não mais subsistem a utilidade e o interesse recursais em relação ao segundo recorrente, em face da superveniência da prescrição da pretensão punitiva, nos termos do art. 109, V, c/c o art. 110, § 1º, ambos do Código Penal.
2. Quanto ao recurso do primeiro recorrente, cinge-se a controvérsia à análise da qualificação jurídica dada aos fatos delineados pelas instâncias ordinárias, notadamente se a conduta praticada pelo agente se subsume ao tipo previsto no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, e ao exame da dosimetria da pena, não sendo o caso de incidência da Súmula 7 do STJ.
3. A responsabilidade penal pelo uso indevido de informação privilegiada, ou seja, o chamado Insider Trading – expressão originária do ordenamento jurídico norte-americano - ocorreu com o advento da Lei n. 10.303/2001, que acrescentou o artigo 27-D à Lei n. 6.385/76, não existindo, ainda, no Brasil, um posicionamento jurisprudencial pacífico acerca da conduta descrita no aludido dispositivo, tampouco consenso doutrinário a respeito do tema.
4. A teor do disposto nos arts. 3º e 6º da Instrução Normativa n. 358/2002 da Comissão de Valores Mobiliários e no art. 157, § 4º, da Lei n. 6.404/1976, quando o insider detiver informações relevantes sobre sua companhia deverá comunicá-las ao mercado de capitais tão logo seja possível, ou, no caso em que não puder fazê-lo, por entender que sua revelação colocará em risco interesses da empresa, deverá abster-se de negociar com os valores mobiliários referentes às informações privilegiadas, enquanto não forem divulgadas.
5. Com efeito, para a configuração do crime em questão, as "informações" apenas terão relevância para esfera penal se a sua utilização ocorrer antes de serem divulgadas no mercado de capitais. A legislação penal brasileira, entretanto, não explicitou o que venha a ser informação economicamente relevante, fazendo com que o intérprete recorra a outras leis ou atos normativos para saber o alcance da norma incriminadora.
6. Em termos gerais, os arts. 155, § 1º, da Lei n. 6.404/1976 e 2º da Instrução n. 358/2002 da CVM definem o que vem a ser informação relevante, assim como a doutrina pátria, que leciona ser idônea qualquer informação capaz de "influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado", gerando "apetência pela compra ou venda de ativos", de modo a "influenciar a evolução da cotação" (CASTELLAR, João Carlos: *Insider Trading e os novos crimes corporativos*, Rio de Janeiro, 2008, p.112-113).
7. No caso concreto, não há controvérsia quanto às datas em que as operações ocorreram e nem quanto ao fato de que o acusado participou das discussões e tratativas visando à elaboração da oferta pública de aquisição de ações da Perdigão S.A, obtendo, no ano de 2006, informações confidenciais de sua companhia - Sadia S.A. - as quais, no exercício de sua profissão, tinha o dever de manter em sigilo.
8. Ainda que a informação em comento se refira a operações, na época, em negociação, ou seja, não concluídas, os estudos de viabilidade de aquisição das ações da Perdigão já se

conheceu a prescrição da pena imposta a um deles e afastou a condenação por dano moral.

No que toca a um dos pontos de interesse deste trabalho, é importante analisar o tratamento dado pelo acórdão que julgou a apelação, quanto ao bem jurídico tutelado pelo crime previsto no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76. Nesse particular, convém transcrever trecho do julgado que aborda a questão:

Nesta esteira, ao contrário do aduzido pela defesa, houve lesão ao bem jurídico tutelado no Brasil ainda que os apelantes tenham nego-

encontravam em estágio avançado, conforme decisão proferida no procedimento administrativo realizado na CVM identificamos com a *proteção da integridade dos mercados de valores*, na sua dupla vertente: *confiança no correto funcionamento dos mercados e garantia da igualdade dos investidores*, destacada no acórdão recorrido.

9. Diante do quadro delineado na origem, constata-se que a conduta do recorrente se subsume à norma prevista no art. 27-D da Lei n. 6.385/76, que foi editada justamente para assegurar a todos os investidores o direito à equidade da informação, condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência, notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias.
10. Quanto à dosimetria da pena, não prospera a aventada contrariedade ao art. 617 do Código de Processo Penal, que trata da proibição de alterar ou agregar novos fundamentos para justificar o agravamento da pena quando somente a defesa houver recorrido, não se aplicando nas hipóteses em que o Ministério Público também recorre com o objetivo de aumentar a reprimenda, sob o argumento de que a sanção final não se revelou suficiente à reprovação e à prevenção do crime.
11. O cargo exercido pelo recorrente na época dos fatos - Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia S.A. - constitui fundamento idôneo para justificar o aumento da pena-base, "diante da sua posição de destaque na empresa e de liderança no processo de tentativa de aquisição da Perdigão", conforme destacou o acórdão recorrido.
12. Pena de multa aplicada de forma fundamentada, em R\$ 349.711,53 (trezentos e quarenta e nove mil, setecentos e onze reais e cinquenta e três centavos), nos termos dos arts. 27-D e 27-F da Lei n. 6.385/1976 e do art. 71 do Código Penal, com o objetivo de desestimular a conduta ilícita e resguardar a confiança do mercado mobiliário.
13. A despeito de a redação do art. 387, IV, do Código de Processo Penal, conferida pela Lei n. 11.719/2008, estabelecer que o juiz, ao proferir sentença condenatória, "fixará valor mínimo para reparação dos danos causados pela infração, considerando os prejuízos sofridos pelo ofendido", a referida norma, por possuir caráter processual e penal, não pode ser aplicada à espécie, em face do preceito constitucional previsto no art. 5º, XL, da CF/88, que veda a retroatividade da lei penal in pejus.
14. Recurso especial do segundo recorrente prejudicado, em razão do reconhecimento da prescrição da pretensão punitiva; recurso especial do primeiro recorrente parcialmente provido para afastar da condenação a imposição de valor mínimo para a reparação a título de danos morais coletivos. (Rel. Min. Gurgel de Farias, 5ª Turma, julgado em 16/02/2016)

ciado valores mobiliários (ADR's) da empresa Perdigão perante o mercado norte-americano.

A princípio, cumpre enfatizar o magistério do eminente autor João Carlos Castellar a respeito da objetividade jurídica do tipo penal previsto no artigo 27-D da Lei nº 6.385/76. Confira-se:

"que o bem jurídico objeto da tutela penal no delito de uso indevido de informação privilegiada estará na proteção da confiança que deve imperar no mercado de valores mobiliários, pois é este bem que estimula os investidores a aplicarem seus recursos neste mercado, e, concomitantemente, na proteção do patrimônio dos investidores que negociarem com o insider desconhecendo determinada informação relevante, pois estes correm o risco de sofrerem diminuição do seu patrimônio em virtude da desvantagem com quem operam" (Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos, Ed. Lumen Juris, p. 108).

Desse modo, entendo que o bem jurídico tutelado no delito em apreço consiste na confiança depositada pelos investidores no mercado a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. Ademais, a credibilidade das operações do mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos investidores de operar no mercado de capitais.

No caso em tela, os apelantes alegam que somente houve ofensa ao mercado de capitais norte-americano. No entanto, conforme bem observado pelo juiz singular, o bem jurídico tutelado deste crime repousa na confiança dos investidores de aplicarem seus recursos no mercado de capitais, in verbis:

"O argumento não me convence. Como expus, o bem jurídico protegido é a confiança que os investidores depositam no mercado de capitais. A prática de negociação de valores mobiliários a partir da utilização de informações privilegiadas obtidas em companhias brasileiras, com ações negociadas na bolsa de valores brasileira, evidentemente afeta o mercado de capitais brasileiro.

Aceitar o contrário seria admitir que o investidor brasileiro fizesse o seguinte (e refinado) raciocínio: apesar de eu ter conhecimento dessa prática desleal, não há porque perder a confiança no mercado de capitais. A prática de negociação de valores mobiliários a partir da utilização de informações privilegiadas obtidas em companhias brasileiras, com ações negociadas na bolsa de valores brasileira, evidentemente afeta o mercado de capitais brasileiro.

É evidente que assim não se passa na realidade. O investidor brasileiro que toma conhecimento dessas práticas envolvendo companhias brasileiras, a partir de ordem emanadas do território brasileiro, não importa em que local a negociação ocorra, fica naturalmente mais arredio, mais desconfiado, menos propenso a investir seu dinheiro no mercado de capitais brasileiro. Com isso, perde força uma das mais democráticas formas de financiamento do setor produtivo brasileiro: o mercado de capitais.

O bem jurídico estará ofendido, enfim, pela simples razão de que, com essa prática maléfica, os investidores perdem a confiança no mercado de capitais." (fls. 1105 verso e 1106).

Ademais, o mercado de capitais é globalizado, ou seja, há influência de um mercado sobre o outro, conforme bem observado no parecer ministerial. Por isso, independe para o investidor se a aplicação financeira daquela pessoa que detinha a informação privilegiada ocorreu aqui no Brasil ou não, pois o que é crucial para o investidor é a presença da credibilidade para que ocorra o bom funcionamento do mercado de capitais.

Por fim, há correlação instantânea de preços entre os valores mobiliários negociados da empresa Perdigão tanto no mercado de capitais brasileiros quanto no mercado norte-americano, segundo demonstração feita pela CVM por meio de gráficos (fls. 4/5 do referido procedimento investigatório criminal).

Há, inicialmente, a utilização do bem jurídico como critério de interpretação na norma penal e que, no caso concreto, serviu de parâmetro definidor da competência da Justiça brasileira para o julgamento dos fatos, por se entender que embora as ações tenham sido negociadas no mercado americano, essa negociação dizia respeito a uma empresa nacional brasileira e a informação privilegiada utilizada também, tendo ficado provado, ainda, a correlação imediata da alteração da cotação dos valores negociados da empresa brasileira em ambos os mercados, brasileiro e estadunidense. Por outro lado, cabe mencionar, ainda, que ao apreciar o Conflito de Competência relativo ao caso Sadia/Perdigão, o Superior Tribunal de Justiça afirmou que os crimes previstos na Lei nº 6.385/76 são de competência da Justiça Federal, inobstante o silêncio do diploma legal a respeito, por considerar indiscutível que, “caso a conduta possa gerar lesão ao sistema financeiro nacional, existe o interesse direto da União, porquanto existe risco à confiabilidade dos aplicadores no mercado financeiro, à manutenção do equilíbrio dessas relações, bem como à higidez de todo o sistema”⁸²⁵. Uma vez mais, portanto, a teoria do bem jurídico foi utilizada como critério de orientação para a definição da justiça competente, conforme a ordem da lesão social causada com a conduta.

⁸²⁵ Superior Tribunal de Justiça, Terceira Seção, CC 82.961/SP, Rel. Ministro Arnaldo Esteves Lima, julgado em 27/05/2009, DJe 22/06/2009. No mesmo sentido, deu-se o julgamento do Conflito de Competência 135749, Terceira Seção do STJ, julgado em 23/05/2015, relator Min Ericson Maranhão e do Conflito de Competência 135850, julgado em 24/09/2014, rel. Min. Maria Thereza de Assis Moura.

Ademais, como se vê, há expressa opção do julgador do Tribunal Regional Federal da 3ª Região pela ideia da proteção da confiança, identificada por aquela Corte como o bem jurídico protegido no crime de uso de informação privilegiada, como eleita também por parte da doutrina brasileira⁸²⁶.

A seu turno, o Superior Tribunal de Justiça afirma que a norma prevista no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976 “foi editada justamente para assegurar a todos os investidores o direito à equidade da informação, condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência, notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias” (destacamos). Assim, parece se decantar o STJ pela proteção ao correto funcionamento do mercado como bem jurídico tutelado pela norma como, aliás, também já o fizemos no capítulo próprio, identificando o bem jurídico com a *proteção da integridade dos mercados de valores*, na sua dupla vertente: *confiança no correto funcionamento dos mercados e garantia da igualdade dos investidores*.

Aqui retomamos a ideia de que se está diante de um bem jurídico poliédrico e de interesse global - com todas as dificuldades inerentes à proteção jurídico-penal que tal categoria de bens comporta.

⁸²⁶ Vide a visão coincidente de CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*, Rio de Janeiro: 2008, pp. 40 e 119-120.

IV. O EXAME DO BEM JURÍDICO PELOS TRIBUNAIS

É perceptível a preocupação da moderna doutrina penal quanto aos limites do poder estatal e, por conseguinte, quanto à legitimação da pena⁸²⁷.

Ao escrever sobre as perspectivas de futuro da nova dogmática que passou a ser desenvolvida com a incorporação de delitos coletivos aos ordenamentos penais, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA⁸²⁸ conclui que é preciso utilizar, em relação a essa moderna realidade, instrumentos mais consentâneos com as recentes tipologias, mas que, ao mesmo tempo, mantenham o equilíbrio, de forma a não se tornar um direito penal aterrador.

Sem dúvida, a existência de bens coletivos em matéria de criminalidade econômica é resultado do próprio sistema social albergado nas Constituições modernas e a utilização da teoria de proteção de bens jurídicos, em relação àqueles, ainda é algo em construção.

Como já expressou a doutrina, o Direito penal “enfrenta o indivíduo de três maneiras: ameaçando, impondo e executando penas, e estas três esferas de atividade estatal necessitam de justificação, cada uma em separado”⁸²⁹.

Essa tarefa assumida pelo Estado, quanto ao monopólio do *ius puniendi*, revelou ser necessária a utilização da teoria da proteção de bens jurídicos na fase legislativa, como já se referiu, para decidir o que deve ser punido, ou seja, quanto à existência da norma penal necessária a assegurar o convívio social. O que entendemos essencial, ademais, é que essa técnica seja, também, utilizada no segundo momento da efetivação do *ius puniendi*, que ocorre por ocasião da aplicação con-

⁸²⁷ Cfr. ROXIN, Claus: *Problemas Fundamentais de Direito Penal*, Tradução de Ana Paula dos Santos Luís Natscheradetz/Maria Fernanda Palma/Ana Isabel de Figueiredo, Lisboa: 1998, p. 15, identificamos com a *proteção da integridade dos mercados de valores*, na sua dupla vertente: *confiança no correto funcionamento dos mercados e garantia da igualdade dos investidores*

⁸²⁸ LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: “El moderno derecho penal para una sociedad de riesgos”, em *Poder Judicial*, Madrid: 1997, p. 302.

⁸²⁹ Vid. ROXIN, Claus: *Problemas Fundamentais de Direito Penal*. Tradução Ana Paula dos Santos Luís Natscheradetz/Maria Fernanda Palma/Ana Isabel de Figueiredo, Lisboa: 1998, p. 26.

creta da lei, nesses novos espaços de intervenção do mundo moderno, em matéria de criminalidade econômica. Explica-se.

A categoria dos bens jurídicos coletivos trata de realidades bastante fluidas, de alto grau de abstração e que maneja conceitos técnicos explicitados por outros ramos do Direito, os quais suscitam dúvidas quanto à concreção da norma, ou seja, quanto à subsunção do fato ao direito penal vigente, desde uma concepção crítica. Dado esse cenário, é somente na análise da expressão fenomênica da realidade que se exterioriza, em potencial, a visão crítica da noção de bem jurídico penal⁸³⁰. Afinal, é com o passar do tempo e o fluir da história contemporânea que o intérprete percebe o reflexo dos bens jurídicos tutelados pelas normas penais no contexto da época presente, que deve ser apreendida nos mais diversos aspectos: econômicos, sociais, políticos, sociológicos e humanos.

Como não é possível *expulsar* do Direito penal essas normas ditas *difuncionais*, na ausência de outros sistemas de controle alternativos⁸³¹, bem como diante da ausência de um Direito administrativo eficaz para tutelar determinadas situações que reclamam proteção na vida em sociedade, entendemos que é preciso operar com as novas categorias internalizadas no Direito penal de outra forma.

O intérprete deve trabalhar com o *conceito material* de bem jurídico⁸³², de forma a exercer uma função crítica do que pretendeu o legislador proteger. Se-

⁸³⁰ Cfr. D'AVILA, Fábio Roberto: "Aproximações à teoria da exclusiva proteção de bens jurídicos no Direito Penal contemporâneo", em *Revisa Ibero-Americana de Ciências Penais*, Porto Alegre: 2010, p. 95. Ver, também, OBREGÓN GARCÍA, Antonio/ GÓMEZ LANZ, Javier: *Derecho Penal. Parte General: Elementos Básicos de Teoría del Delito*. Madrid: 2015, p. 71, os quais entendem que o bem jurídico pode desempenhar um importante papel interpretativo quando houver um elemento vago na redação de uma conduta típica.

⁸³¹ Cfr. FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo: "Sobre a "Administrativização" do Direito Penal na "Sociedade do Risco". Notas sobre a Política Criminal no início do Século XXI", em *Revista Liberdades – IBCCrim*, Tradução de Bruna Abranches Arthidoro de Castro, revisão de Augusto Silva Dias, São Paulo: 2011, p. 26.

⁸³² Vid. MUÑOZ CONDE, Francisco e GARCÍA ARÁN, Mercedes: *Derecho Penal, Parte General*, Valencia: 2015, pp. 64-65, referem que essa função crítica não se limita aos bens jurídicos protegidos, mas principalmente ao modo de protegê-los, e é pelo exercício da função político-criminal que se determinará quais bens jurídicos devem ser protegidos e como deve-se dar essa proteção pela norma penal. Cfr., também, ROXIN, Claus: *Derecho Penal. Parte General*. Tomo I, Trad. e notas 2ª ed. Diego-Manuel, LUZÓN PEÑA, Miguel DÍAS Y GARCÍA CONLLEDO, Javier de VICENTE REMESAL, pp. 63-64, o qual menciona que ainda não está claro se a concreção do conceito material de delito que se obtém a partir da limitação à proteção de bens jurídicos possui apenas efeitos político-criminais ou também

gundo MIR PUIG⁸³³, é no instante de determinar a pena judicialmente que se torna mais difícil “conciliar as exigências de justiça, de prevenção geral e de prevenção especial”. Para tanto, afirma que o juiz deve contar com critérios que permitam essa composição.

Quanto a essa segunda etapa de validade do Direito penal, diz-se, também, que “a aplicação da pena serve para a proteção subsidiária e preventiva, tanto geral como individual, de bens jurídicos e de prestações estatais, através de um processo que salvguarde a autonomia da personalidade e que, ao impor a pena, esteja limitado pela medida de culpa”⁸³⁴.

Os limites normativo-jurídicos da lei, em uma dimensão objetiva, como acentua a doutrina, somente podem ser concretizados via ato jurisdicional, pois o direito positivado deve ser interpretado num sistema jurídico aberto⁸³⁵, no que se denomina um “adequado processo de concretização”, a permitir a apreensão do valor tutelado pela norma e que, por conseguinte, delimita o campo da abrangência do ilícito⁸³⁶. Afinal, afirma-se, com razão, que, inobstante a certeza de que as normas penais são resultado dos mecanismos de poder que decidem as *preferências*

juridicamente vinculantes, com a consequência de que se repute inválida uma norma jurídica que o infrinja, mas não há dúvidas que cabe ao legislador o prudente critério de decidir se quer proteger o bem jurídico no âmbito penal, civil ou administrativo.

⁸³³ Ver MIR PUIG, Santiago: *Direito Penal – Fundamentos e Teoria do Direito*, Tradução Cláudia Viana Garcia e José Carlos Nobre Porciúncula Neto, São Paulo: 2007, p. 76.

⁸³⁴ Cfr. ROXIN: *A proteção de bens jurídicos como função do Direito Penal*. Org. e Trad. André Luis Callegari e Nereu José Giacomolli, Porto Alegre: 2006, p. 40.

⁸³⁵ Vid. NEVES, A. Castanheira: Entre o “legislador”, a “sociedade” e o “juiz” ou entre “sistema”, “função” e “problema” – os modelos actualmente alternativos da realização jurisdicional do direito. *Boletim da Faculdade de Direito*, nº 74, Coimbra: 1998, pp.7-8. Ver, também, FERRAJOLI, Luigi: *Derechos y Garantías – La Ley del más débil*, Madrid: 2001, p. 26, quando afirma que a sujeição do juiz à lei somente se justifica quando esta é válida e coerente com a Constituição. Dessa conclusão, afirma que “la interpretación judicial de la ley es también siempre um juicio sobre la ley misma, que corresponde al juez junto con la responsabilidade de elegir los únicos significados válidos, o sea, compatibles com las normas constitucionales sustanciales y com los derechos fundamentales establecidos por las mismas”. É, pois, a sujeição à Constituição que impõe ao juiz a crítica da lei inválida, por meio de sua *reinterpretação* em sentido constitucional.

⁸³⁶ Vid. D’AVILA, Fábio Roberto: “Aproximações à teoria da exclusiva proteção de bens jurídicos no Direito Penal contemporâneo”, em *Revista Ibero-Americana de Ciências Penais*, Porto Alegre: 2010, p. 95.

*ideológicas da sociedade*⁸³⁷, “não se pode deixar nas mãos da tecnocracia e das administrações todas as decisões sobre os níveis aceitáveis de segurança”⁸³⁸, portanto, é preciso dar concretude à norma, aceitando que a evolução da sociedade cria novos riscos e se faz necessário responder afirmativamente a essa realidade, ou seja, responder de forma propositiva aos anseios sociais.

ROXIN⁸³⁹, a esse respeito, revela que o Tribunal Constitucional alemão não utiliza “a idoneidade de uma norma penal para a proteção de bens jurídicos como condição de sua validade”, o que considera como um “desprezo da capacidade crítica do princípio da proteção de bens jurídicos” que contribuiu bastante “para que este não seja levado em conta pela literatura e também pelo legislador alemão”.

Essa visão coincide com a de SCHÜNEMANN⁸⁴⁰, segundo o qual o Tribunal Constitucional Alemão, até o momento, não desenvolveu uma teoria específica da limitação do legislador penal, contentando-se em recorrer à teoria geral dos direitos fundamentais e ao princípio da proporcionalidade, em parâmetros que o autor julga serem “extraordinariamente frouxos”. A crítica do autor, inclusive, refere que a recusa do Tribunal Constitucional alemão em reconhecer a limitação do direito penal por meio do princípio da proteção de bens jurídicos está “entre as suas mais lamentáveis falhas”.

No Brasil, o Supremo Tribunal Federal tem feito uso da teoria do bem jurídico, ainda em esparsos, mas relevantes julgados, a fim de analisar o grau de reprovabilidade, a expressividade da lesão e o grau de periculosidade social, em

⁸³⁷ Cfr. QUINTERO OLIVARES, Gonzalo/GONZÁLEZ BONDIA, Alfonso/FALLADA GARCÍA-VALLE, Juan Ramón: *La construcción del bien jurídico protegido a partir de la Constitución*, em *Derecho Penal Constitucional*, dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Jordi JARIA I MANZANO, Valencia: 2015, p. 84.

⁸³⁸ Vid. FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo: “Sobre a “Administrativização” do Direito Penal na “Sociedade do Risco”. Notas sobre a Política Criminal no início do Século XXI”, em *Revista Liberdades – IBCCrim*, Tradução de Bruna Abranches Arthidoro de Castro; revisão de Augusto Silva Dias, São Paulo: 2011, p. 34.

⁸³⁹ Ver ROXIN: *A proteção de bens jurídicos como função do Direito Penal*. Org. e Trad. André Luis Callegari e Nereu José Giacomolli, Porto Alegre: 2006, pp. 26-27.

⁸⁴⁰ Cfr. SCHÜNEMANN, Bernd: “O direito penal é a ultima ratio da proteção de bens jurídicos! – Sobre os limites invioláveis do direito penal em um Estado De Direito liberal”, em *RBCCrim*, Tradução Luis Greco, São Paulo: 2005, pp. 14-15.

matéria de exame da insignificância penal⁸⁴¹. Há outros julgados em que o STF remete o exame do bem jurídico violado para a regular instrução do processo⁸⁴², ou

⁸⁴¹ Neste sentido, Supremo Tribunal Federal, 2ª Turma, RHC 126980, Rel. Min. Teori Zavaski, julgado em 03-11-2015: “RECURSO ORDINÁRIO EM HABEAS CORPUS. PENAL. RECEPÇÃO. PRINCÍPIO DA INSIGNIFICÂNCIA. REPROVABILIDADE DA CONDUTA. NÃO INCIDÊNCIA. ORDEM DENEGADA. 1. Segundo a jurisprudência do Supremo Tribunal Federal, para se caracterizar hipótese de aplicação do denominado “princípio da insignificância” e, assim, afastar a recriminação penal, é indispensável que a conduta do agente seja marcada por ofensividade mínima ao bem jurídico tutelado, reduzido grau de reprovabilidade, inexpressividade da lesão e nenhuma periculosidade social. 2. Nesse sentido, a aferição da insignificância como requisito negativo da tipicidade envolve um juízo de tipicidade conglobante, muito mais abrangente que a simples expressão do resultado da conduta. Importa investigar o desvalor da ação criminosa em seu sentido amplo, de modo a impedir que, a pretexto da insignificância apenas do resultado material, acabe desvirtuado o objetivo a que visou o legislador quando formulou a tipificação legal. Assim, há de se considerar que “a insignificância só pode surgir à luz da finalidade geral que dá sentido à ordem normativa” (Zaffaroni), levando em conta também que o próprio legislador já considerou hipóteses de irrelevância penal, por ele erigidas, não para excluir a tipicidade, mas para mitigar a pena ou a persecução penal. 3. O caso envolve a prática do crime de receptação mediante entrega de substância entorpecente, comportamento dotado de intenso grau de reprovabilidade, dados os bens jurídicos envolvidos, o que impede a aplicação do princípio da insignificância. 4. Recurso improvido.” e Supremo Tribunal Federal, 2ª Turma, RHC 126592, Rel. Min. Cármen Lúcia, julgado em 24-02-2015: “HABEAS CORPUS. PENAL. RÁDIO COMUNITÁRIA. OPERAÇÃO SEM AUTORIZAÇÃO DO PODER PÚBLICO. ART. 183 DA LEI N. 9.472/1997. PRESENÇA DE CRITÉRIOS OBJETIVOS. INCIDÊNCIA DO PRINCÍPIO DA INSIGNIFICÂNCIA. ORDEM CONCEDIDA. 1. A conduta do Paciente não resultou em dano ou perigo concreto relevante para a sociedade, de modo a provocar lesão ou por em perigo bem jurídico na intensidade reclamada pelo princípio da ofensividade, sendo irrelevantes as consequências do fato. Esse fato não tem importância na seara penal, incidindo, na espécie, o princípio da insignificância, reduzindo-se o espaço jurídico de proibição aparente da tipicidade legal e, por consequência, tornando atípico o fato denunciado. 2. É manifesta a ausência de justa causa para a propositura da ação penal. A natureza subsidiária e fragmentária do direito penal impõe somente seja ele adotado quando outros ramos do direito não forem suficientes para a proteção dos bens jurídicos envolvidos. Precedentes. 3. Ordem concedida.” (destacamos)

⁸⁴² Neste sentido, Supremo Tribunal Federal, 2ª Turma, HC 128435, Rel. Min. Rosa Weber, julgado em 20-10-2015: “HABEAS CORPUS. DIREITO PENAL E PROCESSUAL PENAL. SUBSTITUTIVO DE RECURSO CONSTITUCIONAL. INADEQUAÇÃO DA VIA ELEITA. CRIME AMBIENTAL. EXPLOSIVOS ARMAZENADOS IRREGULARMENTE. AUTORIA COLETIVA. INÉPCIA DA DENÚNCIA. RESPONSABILIDADE DO ADMINISTRADOR DA PESSOA JURÍDICA. ARTIGOS 2º E 3º DA LEI 9.605/98. REEXAME DE FATOS E PROVAS. INVIABILIDADE. TRANCAMENTO DA AÇÃO PENAL. EXCEPCIONALIDADE. INOCORRÊNCIA. 1. Contra acórdão exarado em recurso ordinário em habeas corpus remanesce a possibilidade de manejo do recurso extraordinário previsto no art. 102, III, da Constituição Federal. Diante da dicção constitucional, inadequada a utilização de novo habeas corpus, em caráter substitutivo. 2. Quando do recebimento da denúncia, não há exigência de cognição e avaliação exaustiva da prova ou apreciação exauriente dos argumentos das partes, bastando o exame da validade formal da peça e a

enfrenta a análise do bem jurídico tutelado para fins de determinação da justiça competente para processo e julgamento de determinado caso⁸⁴³.

Encontra-se, ainda, precedente do Supremo Tribunal Federal brasileiro que realiza o exame de concreção do fato à norma penal para afastar a incidência desta, por ausência de lesão ao bem jurídico protegido pelo tipo, concluindo pela rejeição da denúncia oferecida pelo Ministério Público Federal - em matéria de competência originária daquela Corte para processar parlamentares federais por crimes comuns⁸⁴⁴. Ou, ainda, vê-se julgado da Corte Constitucional que analisa a

verificação da presença de indícios suficientes de autoria e de materialidade. 3. A denúncia, na hipótese, revela ocorrência de fato típico com prova da materialidade e indícios suficientes de autoria, de modo a possibilitar o pleno exercício da defesa. 4. Na dicção dos arts. 2º e 3º da Lei 9.605/96, possível a responsabilização penal dos administradores da pessoa jurídica pela prática de crimes ambientais. 5. A identificação o mais aproximada possível dos setores e agentes internos da empresa determinantes na produção do fato ilícito, porque envolvidos no processo de deliberação ou execução do ato que veio a se revelar lesivo de bens jurídicos tutelados pela legislação penal ambiental, tem relevância e deve ser averiguada no curso da instrução criminal. 6. Inviável a análise do liame entre a conduta dos pacientes e o fato criminoso, porquanto demandaria o reexame e a valoração de fatos e provas, para o que não se presta a via eleita. 7. O trancamento da ação penal na via do habeas corpus só se mostra cabível em casos excepcionalíssimos de manifestas (i) atipicidade da conduta, (ii) presença de causa extintiva de punibilidade ou (iii) ausência de suporte probatório mínimo de autoria e materialidade delitivas, o que não ocorre no presente caso. 8. Habeas corpus extinto sem resolução do mérito.” (destacamos)

⁸⁴³ Neste sentido, Supremo Tribunal Federal, 2ª Turma, HC 117254, Rel. Min. Teori Zavascki, julgado em 30-09-2014: “HABEAS CORPUS. PENAL MILITAR. FURTO SIMPLES. ART. 240 DO CPM. NÃO CARACTERIZAÇÃO DE CRIME MILITAR (ART. 9º, II, ‘A’, DO CPM). COMPETÊNCIA DA JUSTIÇA ESTADUAL COMUM. ORDEM CONCEDIDA. 1. A caracterização do crime militar em decorrência da aplicação do critério *ratione personae* previsto no art. 9º, II, “a”, do CPM deve ser compreendido à luz da principal diferença entre o crime comum e o crime militar impróprio: bem jurídico a ser tutelado. Nesse juízo, portanto, torna-se elemento indispensável para configuração do tipo penal especial (e, portanto, instaurar a competência da Justiça Militar da União) a demonstração de ofensa a bens jurídicos de que sejam titulares as Forças Armadas. Daí a convergência de entendimento, na jurisprudência do STF, de que o delito cometido fora do ambiente castrense ou cujo resultado não atinja as instituições militares será julgado pela Justiça comum. Precedentes. 2. Em se tratando de crime contra o patrimônio privado, cometido fora de local sujeito à administração militar, a mera condição de militar do acusado e do ofendido, ambos fora de serviço, é insuficiente para justificar a competência da Justiça especializada, já que ausente outro elemento de conexão com a vida militar. 3. Ordem concedida.” (destacamos)

⁸⁴⁴ Assim: Supremo Tribunal Federal, Tribunal Pleno, Inq 3147, Rel. Min. Roberto Barroso, julgado em 13-02-2014: “DENÚNCIA. CRIME DE FALSIDADE IDEOLÓGICA EM DOCUMENTO PÚBLICO. ALEGAÇÃO FALSA PARA JUSTIFICAR A TRANSFERÊNCIA DE DOMICÍLIO ELEITORAL (ART. 350 DO CÓDIGO ELEITORAL). 1. A transferência de domicílio eleitoral solicitada pelo denunciado foi deferida pelo TRE/BA, com base na

teoria do bem jurídico protegido para solucionar questão relativa a concurso de crimes⁸⁴⁵, ou à existência de responsabilidade penal da pessoa jurídica por crime ambiental⁸⁴⁶.

presença de outros elementos comprobatórios do domicílio para fins eleitorais. 2. Presente a circunstância referida no item anterior, eventual incorreção em um dos documentos apresentados para instruir o pedido de transferência não acarreta lesão ao bem jurídico protegido pelo tipo penal: a fé pública no âmbito eleitoral. Nesses termos, é atípica a conduta descrita. 3. Denúncia rejeitada.” (destacamos)

⁸⁴⁵ Supremo Tribunal Federal, 2ª Turma, HC 115580, Rel. Min. Ricardo Levandowski, julgado em 05-11-2013: “PENAL E PROCESSUAL PENAL MILITAR. CRIMES DE ROUBO QUALIFICADO E LATROCÍNIO. CONSUNÇÃO. NÃO OCORRÊNCIA. ORDEM DENEGADA. I - Só é possível a consunção do crime de roubo pelo de latrocínio (infração mais grave) quando as ações criminosas (subtração do patrimônio e lesão à vida) forem praticadas contra uma mesma vítima. Não havendo homogeneidade de execução na prática dos delitos de roubo e latrocínio, inviável falar-se em crime único quando a ação delituosa atinge bens jurídicos distintos de diferentes vítimas, devendo incidir, à hipótese, a regra do concurso material, tal como ocorreu na espécie. II – Denegação da ordem.” (destacamos)

⁸⁴⁶ Supremo Tribunal Federal, 1ª Turma, RE 548181, Rel. Min. Rosa Weber, julgado em 06-08-2013: “RECURSO EXTRAORDINÁRIO. DIREITO PENAL. CRIME AMBIENTAL. RESPONSABILIDADE PENAL DA PESSOA JURÍDICA. CONDICIONAMENTO DA AÇÃO PENAL À IDENTIFICAÇÃO E À PERSECUÇÃO CONCOMITANTE DA PESSOA FÍSICA QUE NÃO ENCONTRA AMPARO NA CONSTITUIÇÃO DA REPÚBLICA. 1. O art. 225, § 3º, da Constituição Federal não condiciona a responsabilização penal da pessoa jurídica por crimes ambientais à simultânea persecução penal da pessoa física em tese responsável no âmbito da empresa. A norma constitucional não impõe a necessária dupla imputação. 2. As organizações corporativas complexas da atualidade se caracterizam pela descentralização e distribuição de atribuições e responsabilidades, sendo inerentes, a esta realidade, as dificuldades para imputar o fato ilícito a uma pessoa concreta. 3. Condicionar a aplicação do art. 225, §3º, da Carta Política a uma concreta imputação também a pessoa física implica indevida restrição da norma constitucional, expressa a intenção do constituinte originário não apenas de ampliar o alcance das sanções penais, mas também de evitar a impunidade pelos crimes ambientais frente às imensas dificuldades de individualização dos responsáveis internamente às corporações, além de reforçar a tutela do bem jurídico ambiental. 4. A identificação dos setores e agentes internos da empresa determinantes da produção do fato ilícito tem relevância e deve ser buscada no caso concreto como forma de esclarecer se esses indivíduos ou órgãos atuaram ou deliberaram no exercício regular de suas atribuições internas à sociedade, e ainda para verificar se a atuação se deu no interesse ou em benefício da entidade coletiva. Tal esclarecimento, relevante para fins de imputar determinado delito à pessoa jurídica, não se confunde, todavia, com subordinar a responsabilização da pessoa jurídica à responsabilização conjunta e cumulativa das pessoas físicas envolvidas. Em não raras oportunidades, as responsabilidades internas pelo fato estarão diluídas ou parcializadas de tal modo que não permitirão a imputação de responsabilidade penal individual. 5. Recurso Extraordinário parcialmente conhecido e, na parte conhecida, provido.” (destacamos)

O julgado mais expressivo do tema, contudo, na parte que nos interessa como objeto da investigação, é aquele em que o Supremo Tribunal Federal afirma expressamente que a Corte deve exercer um rígido controle sobre a atividade legislativa e declarar a inconstitucionalidade de leis penais transgressoras de princípios constitucionais⁸⁴⁷. Em que pese, na hipótese julgada, o STF ter afastado a inconsti-

⁸⁴⁷ Supremo Tribunal Federal, 2ª Turma, HC 104410, Rel. Min. Gilmar Mendes, julgado em 06-03-2012: “HABEAS CORPUS. PORTE ILEGAL DE ARMA DE FOGO DESMUNICIADA. (A)TIPICIDADE DA CONDUTA. CONTROLE DE CONSTITUCIONALIDADE DAS LEIS PENAIS. MANDATOS CONSTITUCIONAIS DE CRIMINALIZAÇÃO E MODELO EXIGENTE DE CONTROLE DE CONSTITUCIONALIDADE DAS LEIS EM MATÉRIA PENAL. CRIMES DE PERIGO ABSTRATO EM FACE DO PRINCÍPIO DA PROPORCIONALIDADE. LEGITIMIDADE DA CRIMINALIZAÇÃO DO PORTE DE ARMA DESMUNICIADA. ORDEM DENEGADA. 1. CONTROLE DE CONSTITUCIONALIDADE DAS LEIS PENAIS. 1.1. Mandatos Constitucionais de Criminalização: A Constituição de 1988 contém um significativo elenco de normas que, em princípio, não outorgam direitos, mas que, antes, determinam a criminalização de condutas (CF, art. 5º, XLI, XLII, XLIII, XLIV; art. 7º, X; art. 227, § 4º). Em todas essas normas é possível identificar um mandato de criminalização expresso, tendo em vista os bens e valores envolvidos. Os direitos fundamentais não podem ser considerados apenas como proibições de intervenção (Eingriffsverbote), expressando também um postulado de proteção (Schutzgebote). Pode-se dizer que os direitos fundamentais expressam não apenas uma proibição do excesso (Übermassverbot), como também podem ser traduzidos como proibições de proteção insuficiente ou imperativos de tutela (Untermassverbot). Os mandatos constitucionais de criminalização, portanto, impõem ao legislador, para o seu devido cumprimento, o dever de observância do princípio da proporcionalidade como proibição de excesso e como proibição de proteção insuficiente. 1.2. Modelo exigente de controle de constitucionalidade das leis em matéria penal, baseado em níveis de intensidade: Podem ser distinguidos 3 (três) níveis ou graus de intensidade do controle de constitucionalidade de leis penais, consoante as diretrizes elaboradas pela doutrina e jurisprudência constitucional alemã: a) controle de evidência (Evidenzkontrolle); b) controle de sustentabilidade ou justificabilidade (Vertretbarkeitskontrolle); c) controle material de intensidade (intensivierten inhaltlichen Kontrolle). O Tribunal deve sempre levar em conta que a Constituição confere ao legislador amplas margens de ação para eleger os bens jurídicos penais e avaliar as medidas adequadas e necessárias para a efetiva proteção desses bens. Porém, uma vez que se ateste que as medidas legislativas adotadas transbordam os limites impostos pela Constituição – o que poderá ser verificado com base no princípio da proporcionalidade como proibição de excesso (Übermassverbot) e como proibição de proteção deficiente (Untermassverbot) –, deverá o Tribunal exercer um rígido controle sobre a atividade legislativa, declarando a inconstitucionalidade de leis penais transgressoras de princípios constitucionais. 2. CRIMES DE PERIGO ABSTRATO. PORTE DE ARMA. PRINCÍPIO DA PROPORCIONALIDADE. A Lei 10.826/2003 (Estatuto do Desarmamento) tipifica o porte de arma como crime de perigo abstrato. De acordo com a lei, constituem crimes as meras condutas de possuir, deter, portar, adquirir, fornecer, receber, ter em depósito, transportar, ceder, emprestar, remeter, empregar, manter sob sua guarda ou ocultar arma de fogo. Nessa espécie de delito, o legislador penal não toma como pressuposto da criminalização a lesão ou o perigo de lesão concreta a determinado bem jurídico. Baseado em dados empíricos, o legislador seleciona grupos ou classes de ações que geralmente levam

tucionalidade da norma penal relativa ao porte de arma sem munição, para chegar a tal conclusão adentrou no exame da validade do preceito penal, lançando mão, a tanto, do princípio da proporcionalidade como proibição de excesso e como proibição de proteção insuficiente, de forma expressa.

Vale mencionar que o Tribunal Constitucional de Portugal também foi chamado a se pronunciar sobre eventual contrariedade aos princípios da necessidade e da proporcionalidade da incriminação do abuso de informação e quanto às penas cominadas a essa modalidade criminosa, efetuando esse exame à luz da Constituição, ao analisar as valorações ético-sociais vigentes. O tema foi assim sintetizado no voto do relator, Gil Galvão, no acórdão nº 494/03, de 22 de outubro:

(...)

8.3.1. Os comportamentos abrangidos pelo artigo 378º do C.V.M. são, em regra, igualmente proibidos na generalidade dos mercados de valores mobiliários (sobre este ponto cfr., para mais desenvolvimentos, Fátima Gomes, Insider Trading, APDMC, 1996, pp.13 a 61). As razões dessa proibição generalizada do abuso de informação privilegiada podemos intuí-las, desde logo, no preâmbulo da Directiva Comunitária n.º 89/592/CEE, de 13 de novembro de 1999, (publicada no Jornal Oficial das Comunidades Europeias n.º L 334/30, de 18 de Novembro de 1989) relativa à coordenação das regulamentações respeitantes às operações de iniciados [...]

Também Frederico da Costa Pinto (O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários, 2000, pp. 64-65),

consigo o indesejado perigo ao bem jurídico. A criação de crimes de perigo abstrato não representa, por si só, comportamento inconstitucional por parte do legislador penal. A tipificação de condutas que geram perigo em abstrato, muitas vezes, acaba sendo a melhor alternativa ou a medida mais eficaz para a proteção de bens jurídico-penais supraindividuais ou de caráter coletivo, como, por exemplo, o meio ambiente, a saúde etc. Portanto, pode o legislador, dentro de suas amplas margens de avaliação e de decisão, definir quais as medidas mais adequadas e necessárias para a efetiva proteção de determinado bem jurídico, o que lhe permite escolher espécies de tipificação próprias de um direito penal preventivo. Apenas a atividade legislativa que, nessa hipótese, transborde os limites da proporcionalidade, poderá ser tachada de inconstitucional. 3. LEGITIMIDADE DA CRIMINALIZAÇÃO DO PORTE DE ARMA. Há, no contexto empírico legitimador da veiculação da norma, aparente lesividade da conduta, porquanto se tutela a segurança pública (art. 6º e 144, CF) e indiretamente a vida, a liberdade, a integridade física e psíquica do indivíduo etc. Há inequívoco interesse público e social na proscrição da conduta. É que a arma de fogo, diferentemente de outros objetos e artefatos (faca, vidro etc.) tem, inerente à sua natureza, a característica da lesividade. A danosidade é intrínseca ao objeto. A questão, portanto, de possíveis injustiças pontuais, de absoluta ausência de significado lesivo deve ser aferida concretamente e não em linha diretiva de ilegitimidade normativa. 4. ORDEM DENEGADA.” (destacamos)

procurando sintetizar as razões que, na doutrina europeia, têm sido apontadas para a punição criminal do abuso de informação conclui que, consoante os autores, essa punição visa proteger “a igualdade entre os investidores, a confiança destes no mercado de valores mobiliários, o seu património, os pressupostos essenciais de um mercado eficiente ou a função negocial da informação e a justa distribuição do risco dos negócios”, tratando-se mesmo, para outros, “de infracções pluri-ofensivas, isto é, que lesam uma diversidade de bens jurídicos”.

Ora, independentemente de saber qual é, daquelas, a perspectiva mais correcta, a verdade é que o que atrás se afirmou é suficiente para que se possa concluir, sem margem para dúvidas, que, em qualquer caso, a punição criminal do abuso de informação privilegiada não constitui, para usarmos, mais uma vez, as palavras do Acórdão n.º 99/02, “algo de intrinsecamente avesso ou indiferente às valorações ético-sociais que decorrem dos interesses juridico-constitucionalmente protegidos”. Ao contrário, a proibição penal dos comportamentos descritos no artigo 378º do C.V.M tem certamente em vista a salvaguarda de interesses juridico-constitucionalmente reconhecidos como valiosos.

Como, bem, evidencia Frederico da Costa Pinto (ob. cit., p. 17), em causa está, em qualquer caso, a tutela da “[...] regularidade e eficiência de um sector do sistema financeiro, reconhecido constitucionalmente (art. 101º da Constituição), que desempenha funções essenciais, como a diversificação das fontes de financiamento das empresas, a aplicação de poupanças das famílias ou a gestão de mecanismos de cobertura de risco de actividades e de investimentos”. Ora, como também esclarece aquele autor (ob. cit. p. 19): “A protecção destas funções económicas é, de acordo com o texto constitucional, uma «incumbência prioritária do Estado» que deve, nomeadamente, assegurar o «funcionamento eficiente dos mercados» e «a repressão de práticas lesivas do interesse geral» (art. 81º, al. e) da Constituição). Esta preocupação constitucional de tutela dos mercados é materialmente justificada, pois o funcionamento dos mercados de valores mobiliários permite prosseguir interesses económicos particulares (dos investidores, das empresas), mas constitui também um instrumento específico afecto ao desenvolvimento económico dos Estados”. A criminalização do abuso de informação, punindo o aproveitamento ilegítimo de assimetrias informativas, visa, em suma, tutelar alguns dos pressupostos essenciais do funcionamento eficiente de um importante sector da economia nacional, o mercado de valores mobiliários, o qual tem relevância constitucional, e é, por isso, susceptível de tutela penal.

É certo que da demonstração de que, em abstracto, o abuso de informação privilegiada visa a preservação de um interesse susceptível de tutela penal não decorre, automaticamente, a demonstração de que os interesses que a norma visa tutelar também são afectados quando esteja em causa, como está nos presentes autos, a conduta de um membro do órgão de administração de uma sociedade que, sendo titular de informação privilegiada em função dessa qualidade, adquira, com base nessa informação e para essa mesma sociedade, valores mobiliários. Não se vê, porém, em face dos preceitos relevantes da Constituição, designadamente dos que consagram os princípios da necessi-

dade e da proporcionalidade das penas, que fosse vedado ao legislador a inclusão, no tipo de crime de abuso de informação, de comportamentos do género dos alegadamente praticados pelos ora recorrentes, por serem estes ainda lesivos (ou potencialmente lesivos) para os bens jurídicos protegidos. Determinar, contudo, se tais comportamentos estão ou não efectivamente incluídos no artigo 378º do C.V.M., designadamente por ter sido essa a intenção legislativa, é, todavia, uma questão que não cabe ao Tribunal Constitucional dirimir, por se tratar já da delimitação das concretas fronteiras do tipo, matéria que é da competência exclusiva dos tribunais de instância.

8.3.2. *Para que seja constitucionalmente legítima a intervenção penal, não é, porém, suficiente a demonstração de que a norma em causa tem por objectivo a tutela de um ou vários bens jurídicos ancorados na Constituição, como se demonstrou. A legitimidade constitucional da intervenção penal depende ainda, decisivamente, de uma ponderação a fazer entre a medida em que o comportamento proibido afecta os bens jurídicos que a norma penal visa proteger e a medida em que a proibição penal desse mesmo comportamento afecta os direitos fundamentais das pessoas. Porém, como se assinalou já, este Tribunal tem sublinhado que, nesta ponderação, deve ser reconhecida ao legislador uma larga margem de liberdade de conformação, pelo que o juízo de censura constitucional só deve ocorrer “quando a gravidade do sancionamento se mostre inequívoca, patente ou manifestamente excessiva”. Ora, essa não é, contudo, a situação que se verifica no caso sub judicio, tendo designadamente em consideração a importância do bem jurídico tutelado, a potencialidade lesiva dos comportamentos abrangidos pelo tipo, a relativa pouca gravidade da moldura legal da pena de prisão (com um limite máximo de 3 anos de prisão) e a previsão da possibilidade de aplicação, em alternativa, da pena de multa.*

Nesse sentido, também Frederico da Costa Pinto (ob. cit, pp. 19-20), conclui: “A parte sancionatória do CVM de 1999 [...] procura cumprir seriamente o princípio da intervenção mínima atrás invocado. Este propósito reflecte-se em diversos aspectos, como, por exemplo, no âmbito da matéria penal (onde quer os tipos incriminadores, quer as penas aplicáveis, demonstram um espírito de contenção[...]). ”

Em conclusão, a criminalização operada pela norma impugnada, tal como vem interpretada, deve ser tida como uma opção que não contraria os princípios da necessidade e da proporcionalidade das penas, consagrados constitucionalmente, nenhuma censura merecendo desta perspectiva.

9. *Da alegada violação dos princípios da livre iniciativa económica e da igualdade, consagrados nos artigos 61º, n.º 2 e 13º da Constituição.*

Alegam finalmente os recorrentes que o disposto no artigo 378º do C.V.M., na interpretação que vem questionada, viola os princípios da livre iniciativa económica e da igualdade, consagrados nos artigos 61º, n.º 2, e 13º da Constituição.

9.1. A alegada violação do princípio da livre iniciativa económica resultaria, na perspectiva dos recorrentes, da circunstância de, “ao criminalizar os administradores de sociedades por utilizarem informações e conhecimentos das entidades de que são agentes na negociação de valores mobiliários, para as pessoas colectivas de que são representantes, estar-se-ia a restringir, em grau intolerável, a liberdade de iniciativa económica, sem sentido algum, de forma absurda, sem que tal incriminação pudesse corresponder à protecção de algum valor atendível”.

É por demais evidente, contudo, que não lhes assiste razão. Nem a proibição do comportamento em causa afecta, em grau intolerável, a liberdade de iniciativa económica, nem, como já se demonstrou suficientemente, a proibição é “sem sentido algum” ou “absurda” por não corresponder “à protecção de algum valor atendível”. Ao invés, sempre se poderia acrescentar que, exactamente para que a liberdade de iniciativa económica de todos se possa desenvolver de uma forma sadia, há que assegurar um funcionamento eficiente e justo dos mercados e, conseqüentemente, reprimir as práticas lesivas desse funcionamento, como sejam os comportamentos que, abusando de informação privilegiada, neles introduzem distorções, essas sim não toleráveis.

(...)(sem destaques no original)

De fato, para melhor compreensão da adoção da Teoria do bem jurídico penal, tem-se que os planos legislativo e dogmático traçam um processo de ponderação em dois níveis: o legislador só deve proteger bens jurídicos, deixando intacta a liberdade de atuação do cidadão; e o aplicador do Direito deve proteger bens jurídicos frente às lesões produzidas mediante riscos não permitidos, pois é esse critério que deve ser utilizado para delimitar a ponderação entre a intervenção estatal e a liberdade civil⁸⁴⁸.

Numa segunda etapa, portanto, a função jurisdicional deve exercer o controle jurídico da atividade do poder legislativo no plano da validade ou invalidade jurídico-constitucional da lei – no que nos importa, da lei penal – mas também quanto à intenção da juridicidade material estabelecida na Constituição⁸⁴⁹, sob

⁸⁴⁸ Cfr. ROXIN, Claus: *A proteção de bens jurídicos como função do Direito Penal*, org. e Trad. André Luis Callegari e Nereu José Giacomolli, Porto Alegre: 2006, pp. 40-41.

⁸⁴⁹ Vid. NEVES, A. Castanheira: “Entre o” legislador”, a “sociedade” e o “juiz” ou entre “sistema”, “função” e “problema” – os modelos actualmente alternativos da realização jurisdicional do direito”, em *Boletim da Faculdade de Direito*, nº 74, Coimbra: 1998, p. 11.

o aspecto da amplitude da tutela prevista e da forma como será implementada⁸⁵⁰ em cada caso concreto.

CASTANHEIRA NEVES⁸⁵¹ menciona a importância que adquire a função concretizadora do Direito quando se está diante de normas em branco, ou de cláusulas gerais, ou de conceitos indeterminados de valor nas normas jurídicas. O autor menciona a dupla transcendência da norma jurídica na atividade concretizadora, quanto à possibilidade normativa que objetiva: por um lado, pela referência aos princípios fundamentais do Direito; por outro, o Direito que legalmente se realiza reconstitui-se em função de uma “dialética normativa que articula os princípios normativos-jurídicos com o mérito jurídico do problema concreto através da mediação das normas legais”.

Para aqueles que resistem a essa nova realidade, já se consignou que o “movimento da Ilustração estaria sendo vencido pelos imperativos funcionais e sistêmicos das sociedades modernas”⁸⁵². É esse cenário que se coloca na perspectiva de enfrentamento da criminalidade econômica, cujo arcabouço dogmático encontra-se ainda em fase de construção e consolidação: necessidade de precisar elementos normativos e recurso ao Direito extrapenal para integrar as normas penais com conceitos técnicos oriundos de outras áreas.

Com efeito, como já destacou SCHÜNEMANN⁸⁵³, a limitação do direito penal por meio do princípio da proteção de bens jurídicos pressupõe um *salto qualitativo* em sua urgência e legitimação material, se comparada a outras limitações a direitos fundamentais e baseia-se em uma argumentação que se triparte nos

⁸⁵⁰ Ver D’AVILA, Fábio Roberto: D’AVILA, Fábio Roberto: “Aproximações à teoria da exclusiva proteção de bens jurídicos no Direito Penal contemporâneo”, em *Revista Ibero-Americana de Ciências Penais*, Porto Alegre: 2010, p. 98.

⁸⁵¹ Cfr. NEVES, A. Castanheira: “Entre o” legislador”, a “sociedade” e o “juiz” ou entre “sistema”, “função” e “problema” – os modelos actualmente alternativos da realização jurisdicional do direito”, em *Boletim da Faculdade de Direito*, nº 74, Coimbra: 1998, pp. 8-9.

⁸⁵² Cfr. FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo: “Sobre a “Administrativização” do Direito Penal na “Sociedade do Risco”. Notas sobre a Política Criminal no início do Século XXI”, em *Revista Liberdades – IBCCrim*, Tradução de Bruna Abranches Arthidoro de Castro, revisão de Augusto Silva Dias, São Paulo: 2011, p. 36.

⁸⁵³ Vid. SCHÜNEMANN, Bernd: “O direito penal é a ultima ratio da proteção de bens jurídicos! – Sobre os limites invioláveis do direito penal em um Estado De Direito liberal”, em *RBCCrim*, Tradução Luis Greco, São Paulo: 2005, p. 16.

seguintes fundamentos: a) a Constituição já expressa esse “salto de qualidade” quanto à justificação formal de leis jurídico-penais (quanto aos aspectos da competência do Judiciário para a restrição da liberdade e em razão do princípio “nullum crimen sine lege”); b) a lesão ou a destruição social ligadas à pena devem ser consideradas saltos quantitativo e qualitativo em face da mera limitação de direitos fundamentais; c) o juízo de reprovação ético-social inerente à pena, que é exaltado pelo Tribunal Constitucional, significa que além da intervenção na liberdade ou na propriedade do cidadão, há uma censura desonrosa que, em si, pressupõe um comportamento errôneo de maior gravidade. O autor, portanto, conclui que a Constituição alemã deu ao Tribunal Constitucional a tarefa de aplicar a teoria do bem jurídico, sendo que a recusa da sua utilização implica negar os fundamentos do próprio Estado de Direito Democrático-liberal.

O Tribunal Constitucional da Espanha afirmou a existência de exclusiva liberdade do legislador para configurar os bens penalmente protegidos, os comportamentos repreensíveis e a quantidade de sanções penais, bem como a proporcionalidade da sanção em relação à conduta punível⁸⁵⁴, acrescentando que essa margem de discricionariedade deriva de sua posição constitucional e em última análise, de sua específica legitimidade democrática⁸⁵⁵. Contudo, assegura-se em sede doutrinária a possibilidade de se postular genericamente a inconstitucionalidade de uma norma penal em razão da violação de princípios constitucionais tidos por essenciais⁸⁵⁶.

O instituto da proteção de bens jurídicos, nesta visão que entendemos consentânea com a ordem social vigente e com os princípios constitucionais da Espanha e do Brasil, por conseguinte, deve ter relevância, também, para o aplicador da lei, na tarefa de interpretar a norma, primordialmente em matéria de criminalidade econômica, dada a natureza do bem jurídico coletivo tutelado – o que fica evidente no crime de *insider trading*. Afinal, a doutrina já afirmou que traduzir normativamente as instâncias de justiça e equidade, conformando-as às exigências

⁸⁵⁴ STC 150/1997, de 2 de outubro.

⁸⁵⁵ STC 55/1996, de 28 de março.

⁸⁵⁶ Vid., por todos, QUINTERO OLIVARES, Gonzalo/GONZÁLEZ BONDIA, Alfonso/FALLADA GARCÍA-VALLE, Juan Ramón: La construcción del bien jurídico protegido a partir de la Constitución, em *Derecho Penal Constitucional*, dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Jordi JARIA I MANZANO, Valencia: 2015, p. 101.

técnicas e ao caráter próprio de ilícito penal é um problema da ciência e da legislação⁸⁵⁷. A teoria do bem jurídico, portanto, deve ser vista sob o prisma da validade, como “manifestação de um sentido normativo (de um valor ou de um princípio) transindividual”⁸⁵⁸ que se evidencia inicialmente na função legislativa e em momento posterior, quando da aplicação da lei penal – quando, pode-se dizer, há uma revalidação da norma.

Em nossa ótica, dissociar essa dupla instância percorrida – nos planos legislativo e judicial - na consideração do bem jurídico a ser protegido pelo Direito penal, significa aceitar que o padrão eleito pelo legislador para normatizar uma conduta sob o aspecto penal é perene no tempo e não sofre as influências da evolução social. A norma jurídica, entretanto, pode se ver diante de uma realidade que não corresponda ao seu objetivo inicial, ou que necessite de uma interpretação mais amiúde quanto a critérios técnicos contemporâneos ao momento de sua concretização, ou ainda, pode estar ultrapassada⁸⁵⁹ em relação aos fundamentos que lhe deram suporte na fase pré-legislativa.

Nesse sentido, está correto FEIJOO SÁNCHEZ quando afirma que “se é verdade que o direito penal tem características peculiares e não desempenha uma mera função de respaldo das normas do ordenamento primário, o que necessita uma análise político-criminal na atualidade, não se trata de uma desqualificação global do processo de funcionalização social do direito penal, mas do desenvolvimento de critérios que permitam delimitar em que casos é ilegítima a intervenção do direito penal para proteger novas funções políticas ou modelos organizativos do Estado”⁸⁶⁰.

⁸⁵⁷ Ver SEMINARA, Sergio: “Aspectos Problemáticos en Materia de *Insider Trading*”, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*, Jornadas en Honor del Profesor Klaus Tiedemann. Tradução de Carlos J. Suárez, Boletín Oficial del Estado, Madrid: 1995, p. 528.

⁸⁵⁸ Cfr. NEVES, A. Castanheira: “Entre o” legislador”, a “sociedade” e o “juiz” ou entre “sistema”, “função” e “problema” – os modelos actualmente alternativos da realização jurisdicional do direito”, em *Boletim da Faculdade de Direito*, nº 74, Coimbra: 1998, p. 33.

⁸⁵⁹ Ver NEVES, A. Castanheira: ob. cit, p. 9.

⁸⁶⁰ Cfr. FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo: “Sobre a “Administrativização” do Direito Penal na “Sociedade do Risco”. Notas sobre a Política Criminal no início do Século XXI”, em *Revista Liberdades – IBCCrim*, Tradução de Bruna Abranches Arthidoro de Castro, revisão de Augusto Silva Dias, São Paulo: 2011, p. 38.

Na tarefa de encontrar esses critérios, entendemos que validar a atividade do legislador penal é, por conseguinte, missão do Tribunal Constitucional de cada país, principalmente em tempos de expansão do Direito penal, em que o trabalho de concretar a norma, afirmando sua vocação de tutelar bens ou interesses coletivos que importam à convivência social, significa reconhecer ao Direito penal sua validade substancial e dar-lhe uma utilização eficaz com a imposição da pena correspondente.

Aqui, uma vez mais, é preciso lembrar a lição de ROXIN, quando afirma que o sistema social não se mantém pelo valor em si, por meio de atribuições sem sentido, mas sim pela efetividade real de suas medidas de controle⁸⁶¹, quando já se ingressa na fase de aplicação da lei ao caso concreto. Assim expressou ROXIN seu pensamento, quanto ao papel relevante do Tribunal Constitucional - e diríamos, do poder judiciário em geral, no caso brasileiro, em que o controle de constitucionalidade se faz de forma difusa – no controle da atividade legislativa: “Aqui me dá a impressão de que um conceito estreito de ciência conduz à entrega do jurista à discricionariedade e à arbitrariedade legislativa. A política criminal, como tal, não é certamente uma ciência; sem embargo, o desenvolvimento das fronteiras do processo legislativo, quanto ao conteúdo, desde as diretrizes político-criminais de um ordenamento constitucional liberal e de Estado de Direito, pertence perfeitamente às tarefas científicas da jurisprudência, independentemente da questão de se este desenvolvimento se dá no marco da doutrina ou da judicatura constitucional”.

Os poucos precedentes existentes sobre o tema no Brasil, na Espanha e no TJUE já demonstram a importância do preliminar exame do bem jurídico tutelado no crime de uso de informação privilegiada, de maior complexidade⁸⁶² inter-

⁸⁶¹ Vid. ROXIN, Claus: *A proteção de bens jurídicos como função do Direito Penal*. Org. e Trad. André Luis Callegari e Nereu José Giacomolli, pp.33-34.

⁸⁶² Ver D’AVILA, Fábio Roberto: “Aproximações à teoria da exclusiva proteção de bens jurídicos no Direito Penal contemporâneo”, em *Revista Ibero-Americana de Ciências Penais*, Porto Alegre: 2010, pp. 96-97, o qual refere que a *difícil tarefa do direito penal não está, definitivamente, na sua produção, mas no seu adequado “reconhecimento”*, principalmente quanto a realidades de *maior complexidade*, como é o caso, por exemplo, da área *econômica*, agregando que uma tal complexidade quanto ao âmbito de regulação faz-se acompanhar de dificuldade no que tange à “especificidade de seus atores, de suas relações e de seus pressupostos de existência e continuidade”.

pretativa, em razão da opção legislativa de integração de elementos normativos oriundos da esfera extrapenal, do qual defluem consequências práticas na aplicação da lei ao fato concreto.

V. CONCLUSÃO PROVISÓRIA

1. O uso de informação privilegiada para negociar valores no mercado de valores sempre existiu e somente ganhou relevância para a esfera penal quando se sucederam crises financeiras de grande proporção, como ocorreu nos EUA em 1929 e na Europa e na América do Sul, em 2008. Para enfrentamento desse cenário o que se observa, a partir do exame realizado, é que os países afetados lançaram mão da criação de novos tipos penais ou do endurecimento de penas para tentar coibir novas condutas semelhantes.

Identifica-se o interesse global de todos os países capitalistas em coibir as práticas de abuso de mercado. A história revela que o mercado não tem condições de se autorregular, como muitos acreditavam possível, podendo-se afirmar que se encontra superada a visão de alguns economistas americanos nos anos 1950 quando à desnecessidade de criminalizar o uso de informação privilegiada. A atuação no mercado de valores ocorre basicamente por meio de profissionais, pessoas físicas ou jurídicas, com profundo conhecimento de seu funcionamento e, portanto, a criminalização da conduta de uso de informação privilegiada, a par de tutelar o bem jurídico identificado na proteção da integridade dos mercados, busca amparar, de forma reflexa, os pequenos investidores, tratados como consumidores nesse âmbito.

Nas duas legislações criminais examinadas, da Espanha e do Brasil, podemos encontrar elementos comparativos comuns no exame da infração penal, como: a utilização de tipo penal aberto, com manejo de elementos normativos que necessitam de integração por normas extrapenais; o conceito de informação relevante como objeto material da ação típica; a opção legislativa por restringir o rol de sujeitos ativos da infração penal, de forma a caracterizar delito especial próprio, considerando a existência de violação ao dever de lealdade em relação à empresa emitente; a descrição de verbos típicos que limitam a responsabilidade penal, centrada na conduta principal de usar a informação, por parte do iniciado, para negociar valores em benefício próprio ou de terceiro. Releva observar que o tipo penal espanhol contém uma segunda conduta, identificada no verbo “suministrar” que, embora deva ser entendida como a atuação de quem *comunica* a informação a ter-

ceiros, para que dela façam uso obtendo vantagem ou causando prejuízo, não resulta clara e tem suscitado ingentes debates doutrinários e jurisprudenciais.

Dentre os principais elementos diferenciadores das duas legislações penais que criminalizam o uso de informação privilegiada, podemos destacar que no Brasil não há previsão de responsabilização da pessoa jurídica pela prática de crimes econômicos, enquanto que na Espanha, embora inexista norma própria criminalizando a pessoa jurídica pelo crime de uso de informação privilegiada, há o polêmico artigo 129 do CP espanhol – ainda sem consenso doutrinário –, que impõe penas acessórias ao ente coletivo e que ensejaria sua responsabilização penal por omissão imprudente em crime doloso, sempre que se verificar que a pessoa jurídica não colocou os meios necessários para evitar o uso da informação privilegiada por seus órgãos.

De outra parte, a fixação de uma quantia seja como condição objetiva de punibilidade, ou como resultado material do crime – há dificuldades de interpretação adotando-se qualquer das duas posições –, como consta do CP espanhol, além de ser incompatível com o que estabelece a Diretiva 2014/57, resulta em um problema no momento de se fazer a adequação típica, dadas as dificuldades probatórias em relação ao efetivo benefício ou prejuízo resultante da prática delitiva e, também, porque se afasta da ideia de que o bem jurídico a ser protegido com a norma é a proteção do mercado de valores.

Ademais, se por um lado é possível afirmar que a utilização de tipos penais abertos e de perigo abstrato não viola o princípio da segurança jurídica, podemos apontar, sem hesitar, a falta de precisão terminológica de ambas legislações penais, que necessitariam de um aprimoramento a fim de melhor descrever os verbos típicos, na linha vanguardista da Diretiva (UE) 2014/57, que além do verbo *usar*, também institui a responsabilidade penal de quem transmitir a informação, *recomendar* ou *induzir* que outrem a utilize, com graduações de pena conforme a gravidade da conduta. A simples previsão do verbo *usar*, da forma como hoje encontramos na legislação brasileira, deixa à margem de responsabilização uma infinidade de fatos que violam normas administrativas do mercado de valores que proíbem a divulgação de informação relevante ainda não tornada pública, que possam ensejar a negociação de valores ou títulos.

Atualmente, como se vê dos precedentes analisados, há muitos espaços de impunidade oriundos de interpretações dogmáticas sobre os supostos de autoria, com o uso das teorias adotadas pelos Tribunais, em especial, do domínio do fato. Ao se possibilitar, de *lege ferenda*, a ampliação dos verbos típicos, também se justificaria a ampliação do rol de agentes, de modo a contemplar os iniciados secundários que, tendo acesso à informação relevante, fazem uso dessa para negociar no mercado de valores. É que somente mediante a ampliação do círculo de agentes e a mencionada diversificação de verbos típicos – como previsto na Diretiva europeia – seria possível conferir maior proteção penal ao bem jurídico.

2. A tendência expansionista do Direito Penal nas últimas décadas⁸⁶³, reconhecida na criação de novos tipos penais, com a ampliação dos espaços de risco jurídico-penalmente relevante, é traço que caracteriza as legislações penais da Espanha e do Brasil, de que os crimes contra a ordem econômica são o exemplo mais marcante quanto à adoção da proteção de bens jurídicos coletivos e de perigo abstrato e assim, por consequência, também o é o crime de uso de informação privilegiada. Tais características, embora sejam conhecidas as críticas doutrinárias a respeito, não podem ser vistas a partir de um conteúdo negativo. Cuida-se, em verdade, de um fenômeno surgido com a modernidade e as novas situações de risco criadas pelo próprio homem. É preciso que as instituições jurídicas percebam esse contemporâneo cenário e aperfeiçoem as ferramentas hermenêuticas para trabalhar com as inovações do Direito penal na área econômica.

A maleabilidade dos conceitos utilizados para definir o uso de informação privilegiada, ou *insider trading*, quanto aos comportamentos relevantes para fins penais não afeta, necessariamente, a visão garantista que se deve perseguir ao se identificar o bem jurídico a ser protegido, correspondente à integridade dos mercados de valores.

Essa afirmação justifica-se na medida em que o Direito penal está a serviço da sociedade e, na perspectiva do “Estado social e democrático de Direito”, deve assumir várias funções, dentre as quais, efetivar a proteção do cidadão, evitar a delinquência e, concomitantemente, servir de limite à própria intervenção estatal, ao tutelar, tão somente, os bens considerados essenciais.

⁸⁶³ SILVA SÁNCHEZ, Jesus Maria: *La expansión del Derecho penal*, Buenos Aires: 2006, p. 5.

O que propugnamos é que o exame do bem jurídico tutelado pelo Direito penal deve ser realizado, nos tempos atuais, de acordo com as três esferas de atuação estatal: sob o aspecto da *existência* da norma penal, por ocasião da atividade legislativa; do ponto de vista da *validade* na norma penal, quando da sua aplicação pelo julgador e por fim, no momento da execução da pena quando, então, se dá a dimensão da *eficácia* da norma. Isso não significa dizer que são fases estanques, pois o legislador, ao tornar a norma uma realidade, deve ter em mente que aquele comportamento proibido precisa ser entendido como uma ofensa válida a um bem jurídico importante para a sociedade, que é a destinatária daquela norma. De outra forma, a norma penal não terá eficácia. O legislador, portanto, deve partir desse dado apriorístico e realizar o exame da norma penal que está criando considerando esses três planos.

A função do julgador, na nossa visão, portanto, é de trabalhar com o conceito material de bem jurídico (identificando a lesividade social da conduta) e exercer a atribuição que emana da Constituição, quanto ao exercício de um juízo crítico de política criminal, no que se refere ao produto resultante do labor legislativo, ao confrontar os preceitos normativos penais com os valores da sociedade atual.

Essa tarefa de validar a norma penal, de fato, tem sido exercida expressamente de forma tímida pelos Tribunais, mas no caso brasileiro, sem dúvida, temos que reconhecer o avanço que os precedentes representam, em que pese a ausência de uma dogmática plenamente desenvolvida acerca dessa vocação do Supremo Tribunal Federal. O mesmo pode-se dizer dos Tribunais Constitucionais Espanhol e Português, que começam a esboçar as primeiras incursões no exame do bem jurídico em matéria de criminalidade econômica. Do modo como compreendemos, embora a concepção de bem jurídico tenha sido, desde o surgimento da formulação da teoria, empregada para orientar a tarefa do legislador penal ordinário e do legislador constituinte, o que a experiência revela na prática forense é que esse mister não se esgota aí.

Cabe, efetivamente, ao poder judiciário realizar o exame do padrão aceitável socialmente para a proteção do bem jurídico tutelado pela norma, em matéria de criminalidade econômica.

Com efeito, os Tribunais, conjuntamente à ciência penal, cumprem um relevante papel na condução do exame de tipos penais complexos - como é o do *insider trading* - no sentido de definir os bens jurídicos coletivos dignos de proteção e de delimitar a atuação punitiva estatal. É preciso, entretanto, construir e consolidar uma dogmática apta ao enfrentamento desses novos institutos surgidos com a moderna criminalidade econômica, integrando-a no labor cotidiano das Cortes de Justiça.

CONCLUSÕES FINAIS

Ao final de cada capítulo deste trabalho foram enunciadas as conclusões provisórias parciais pertinentes aos temas concretos ali controvertidos, tratados em cada um dos apartados motivo pelo qual nos limitaremos a enunciar abreviadamente, neste apartado, as conclusões finais e globais do estudo desenvolvido:

I

Apesar do pioneirismo mundial no estabelecimento das bases do que hoje se entende por *insider trading* e que inspirou os diplomas legais de diversos países, inclusive Brasil e Espanha, os EUA estão longe de pacificar o entendimento doutrinário sobre o tema: primeiramente quanto à necessidade de criminalizar a conduta de uso de informação privilegiada na negociação do mercado de valores, e de outra parte, diante da interpretação dada pelos Tribunais estadunidenses acerca da relevância do elemento confiança na relação *insider*/empresa, uma vez que a base da regulamentação estadunidense se dá em uma disposição geral antifraude. Essa correlação acaba por gerar importantes problemas em matéria de autoria, pois há outros possíveis iniciados, distintos dos diretamente vinculados à empresa em questão, em relação aos quais não se estabelece esse vínculo de confiança com a empresa, o que resulta, na prática, em impunidade para esse círculo de pessoas com informação privilegiada, mas sem o vínculo gerador de confiança com a empresa.

Quanto à criminalização da conduta, releva notar que a sucessão de escândalos financeiros, a crise de governança corporativa e a preocupação em evitar futuras turbulências econômicas fizeram com que os EUA adotassem uma postura de endurecimento no combate aos abusos de mercado, com a edição de lei focada no estabelecimento da responsabilização dos administradores das empresas pelas informações financeiras que devem ser enviadas ao mercado de forma precisa e completa, pois se concluiu que somente diante de um mercado bem informado tais abusos podem ser evitados.

II

No cenário de globalização econômica e especialmente, financeira, em que nos encontramos, criminalizar o uso indevido de informação privilegiada deixou de ser uma opção, inclusive, para os países que acreditavam na autorregulação do mercado, como a Alemanha, para tornar-se medida impositiva à sobrevivência. Em razão do avanço tecnológico trazido com a *internet* e do crescimento exponencial da capacidade de realizar negócios no mercado de valores de modo transnacional, formou-se como que uma consciência global quanto à importância de coibir essas práticas abusivas que, ao cabo, podem ameaçar a integridade do próprio sistema financeiro de um Estado. Muito dessa conscientização existente na Europa deve-se à articulação da UE e aos sucessivos diplomas legais que, de forma gradual e permanente construíram, pouco a pouco e de forma permanente, as bases de uma harmonização que hoje se vê consolidada na Diretiva 2014/57/UE e no Regulamento (UE) 596/2014, em matéria penal, quanto às normas de abuso de mercado, nas quais se insere o *insider trading*.

Contribuiu sobremaneira para a eleição da temática de abuso de mercado, como objeto da primeira normatização de cunho criminal na UE, a terrível crise financeira de proporções mundiais que assolou e vem assolando o continente europeu desde 2008. Nesse contexto, tutelar o bem jurídico que se identifica com a proteção da integridade do mercado de valores se converteu em mais que um objetivo, em uma verdadeira necessidade que gerou um interessante fenômeno evolutivo, dirigido à adoção impositiva de uma única descrição típica para esse delito e à fixação de penas (máximas) mínimas correspondentes, a todos os Estados Membros. As práticas que constituem o abuso de mercado foram, por assim dizer, o mote para normatizar e defender o vínculo que a UE entende existente entre a proteção penal dos mercados financeiros e o crescimento da economia europeia, o que gerou a eliminação das fronteiras em uma área tradicionalmente marcada por fortes princípios de soberania – como o é a criminal – e, de forma peculiar, uniu países com sistemas jurídicos tão distintos em torno da criminalização de uma conduta que afeta a todos, numa proporção supranacional.

III

A transposição de um Estado Liberal a um Estado Social – no caso da Espanha um Estado social e democrático de Direito -, no contexto histórico, conduziu a uma expansão significativa de atribuições e deveres jurídicos relacionados com o funcionamento da economia. Em matéria jurídico-penal, isso levou à necessidade de proteção de novos bens jurídicos para a sociedade, com destaque para os que protegem interesses difusos ou supra individuais, como é o caso da ordem econômica e do bom estado dos mercados financeiros – sempre no marco das referências de proteção existentes na Constituição.

É consenso na doutrina que os interesses que devem gozar de tutela penal e devem ser reconhecidos pela sociedade – ou pelos dirigentes da coletividade estatal - para efeitos de uma aproximação da regulação jurídica com a valoração ética, são identificados como bens jurídicos, cabendo ao Direito Penal a missão de protegê-los, impedindo sua lesão ou colocação em perigo.

IV

A questão do bem jurídico sempre esteve – na fórmula que, como se sabe, é empregada no âmbito da discussão jurídico-penal influenciada pela literatura alemã para referir-se à questão da lesividade social da conduta a incriminar - no cerne do estudo da delinquência econômica moderna, porque tem a missão de delimitar o espaço de atuação do Direito penal, definindo as qualidades materiais que deve reunir uma conduta para ser considerada punível criminalmente, tanto na visão do legislador, quanto da ciência jurídico-penal. Esse estudo adquire relevância no panorama do crescimento da intervenção legiferante estatal no campo das atividades econômicas em países da *civil law* que possuem uma organização jurídico-política parlamentar e que são vinculados ao princípio da legalidade como elemento formal dominante na legislação penal. Esta intervenção legislativa orientada à criminalização de determinadas condutas tem lugar em um contexto político-criminal no qual uma absoluta preponderância da ideia de prevenção fática (de delitos) como único critério político-criminal leva, em muitas ocasiões, à pretensão de converter em infração criminal qualquer conduta inadequada. Por outro lado, divorciando-se das escolhas do legislador, é digno de nota que ao menos na Europa

e nos EUA a dogmática penal – ainda majoritária - reafirma a crença no Direito penal mínimo, ou na intervenção mínima do Direito Penal.

V

Uma larga evolução conduziu à compreensão que hoje pode-se considerar mais comum na bibliografia especializada, qual seja, que a ordem econômica constitui uma categoria autônoma enquanto bem jurídico, que deve ser vista à luz das Constituições modernas, no contexto de um Estado Social e dos direitos democráticos relativos à cidadania, porque é a Constituição, enfim, que impõe os limites à intervenção punitiva estatal e estabelece os valores que devem servir de referenciais para a tarefa do legislador penal.

Para dar efetividade à proteção da ordem econômica, em que pese a divergência doutrinária existente, no presente estudo se alcançou a conclusão de que parece mais adequado adotar a denominada visão dualista do bem jurídico como perspectiva de trabalho. A ordem econômica é objeto de proteção na Constituição brasileira de forma expressa e, na Constituição espanhola, a proteção pode ser depreendida do conjunto de princípios da ordem econômica que, ademais, é garantida pelo preâmbulo do diploma legal referido.

VI

Por outro lado, se é certo que uma norma penal deve encontrar suporte no conjunto de valores expresso na Constituição, isso não basta para legitimá-la como tal. É preciso agregar a esse cenário as razões dogmáticas e de política criminal que influenciam na tarefa do legislador no momento de guindar à proteção penal um determinado bem jurídico.

VII

O tema central da investigação, o crime de uso de informação privilegiada, é categoria do gênero “ordem econômica” e, como tal, trabalha com conceitos como *bens coletivos*, *interesses difusos*, *crimes de perigo abstrato*, todas expressões da moderna delinquência. De fato, décadas transcorridas, observa-se que o debate gerado em torno da criminalidade econômica frutificou as bases hoje empregadas para o estudo dessa nova modalidade delitiva, motivo pelo qual a utiliza-

ção correta da informação privilegiada deve ser considerada um bem socialmente relevante e digno de proteção penal.

Com efeito, no que se refere à informação privilegiada, o Direito penal deve fazer frente ao poder econômico existente, regulamentando as condutas que possuem potencial de abalar o sistema financeiro e, por via oblíqua, dá suporte às regras que formam a economia de mercado, uma vez que pune os abusos que podem ser praticados contra esse estado de coisas. A adoção de tipos abertos e de perigo abstrato, como os que se examinou no estudo, não significa abrir mão da segurança jurídica. A própria natureza do bem jurídico, que entendemos identificado com a proteção da integridade dos mercados de valores – e que constitui uma realidade *polifacetada* ou *poliédrica*, como forma de assegurar a igualdade dos investidores e a confiança desses no correto funcionamento do mercado –, necessita de um tipo penal adequado para intervir efetivamente sobre as condutas desviadas neste âmbito, sem que se abandone a visão garantista perseguida pelo Direito penal, de acordo com o programa constitucional tanto do Brasil quanto da Espanha. Não vemos, nesse contexto, situações antagônicas ou excludentes.

A natureza do crime de uso de informação privilegiada é econômica, pois o que se viola com a prática abusiva é a integridade do mercado de valores, mediante o abalo na confiança que nele depositam os investidores. Apenas por via reflexa pode-se atingir o patrimônio dos investidores ou da empresa emitente, pois a eventual comprovação do dano ocasionado com a conduta do iniciado é de difícil constatação.

VIII

Procurou-se, com a elaboração da teoria da proteção do bem jurídico, construir o cenário factível no plano legislativo – pois o “tipo ideal” de uma legislação penal racional e adequado às pautas constitucionais encontra-se em constante revisão – para a criação de tipos penais que contemplassem, em ponderado equilíbrio, as garantias do autor do injusto e o interesse da sociedade na prevenção e na punição dos comportamentos desviantes.

A integridade dos mercados, nesse contexto, é a base de uma economia sólida e atrativa aos investimentos transfronteiriços. Essa percepção se torna mais clara nos períodos de crise econômica, em que as sociedades abertas têm necessi-

dade de captar recursos no mercado de valores para superar as adversidades momentâneas, com possibilidade de alavancar novos negócios e de financiar novos produtos. Para que esse mecanismo funcione, faz-se necessário assegurar aos investidores privados que há ética e lisura nos procedimentos do mercado de valores, sob pena de, em assim não sendo, haver clara opção por outros investimentos considerados mais seguros e confiáveis.

IX

É correta a afirmação de que o Direito penal não pode castigar condutas exclusivamente tidas por imorais, pois em tais supostos inexiste lesão a bem jurídico. É certo, também, que o crime de uso de informação privilegiada é pautado pela observância de um *standard* de normas de condutas inseridas no âmbito de uma tendência de moralização que costuma ocorrer estritamente em alguns setores da economia, com forte componente ético. Porém, o que a norma penal enfatiza não é o simples descumprimento de um valor moral, mas sim o efeito lesivo gerado pela conduta de uso de informação privilegiada, concretizado no dano social ao bem jurídico protegido.

Sem dúvida, a criminalização do uso de informação privilegiada nos mercados de valores integra essa conjuntura. Cabe atribuir esta evolução, em parte, aos riscos gerados por alguns investidores, em detrimento de outros que atuam naquele mercado e, em outra medida, pelo risco que condutas abusivas representam para a estabilidade da economia do país.

X

As técnicas de tutela (penais legislativas) “tradicionais” não são aplicáveis a estes bens jurídicos pois, como regra, aos crimes econômicos, no que se insere o crime de uso de informação privilegiada, faz-se necessário complementar o exame do tipo penal com normas extrapenais. As complexidades hermenêuticas que normalmente estão disponíveis ao se realizar essa integração dos elementos normativos do tipo penal são das mais diversas ordens. As normas administrativas relativas ao mercado de valores e à regulação do Direito mercantil constituem um arcabouço de terminologias próprias para designar as dinâmicas econômicas criminalizadas, centrando seus fundamentos na transparência informativa, imposta que é

a todos os intervenientes na área, sejam membros das empresas emitentes, ou membros dos órgãos reguladores, ou investidores.

A dupla incriminação em sede penal e administrativa gera com frequência, ademais, uma aparente sobreposição de tutela sobre o mesmo fato, com conteúdo material semelhante e compartilhamento dos mesmos princípios informadores em matéria interpretativa. Na Espanha, diante da adoção do princípio do *ne bis in idem*, essa sobreposição se resolve reservando ao juiz penal a competência para intervir em primeiro lugar, diante da impossibilidade de se sancionar uma pessoa duas vezes pela mesma conduta, conforme já reconhecido pelo Tribunal Constitucional Espanhol, pelas Diretivas europeias e pelo TEDH.

No caso do Brasil, inobstante o absurdo evidente que significa punir alguém duas vezes pelo mesmo fato, a Constituição brasileira abstém-se de toda valoração quanto à adoção do princípio do *ne bis in idem*, e diante das muitas situações típicas em matéria de criminalidade econômica que também são punidas pelo Direito administrativo sancionador, o Supremo Tribunal Federal, em reiterados precedentes, afirmou a possibilidade da dupla incriminação, tendo por fundamento a independência de instâncias. Considerando que as penas de multa impostas em ambas as esferas são da mesma natureza, entendemos que é preciso repensar essa interpretação, a qual está na contramão dos postulados garantistas e que caracteriza um excesso injustificável no contexto da Constituição Federal brasileira, como decorrência do princípio da legalidade.

XI

Interessante pontuar que, apesar dos avanços legislativos e teórico-dogmáticos havidos no trato da matéria nas últimas décadas, são escassos os precedentes jurisprudenciais sobre *insider trading* existentes fora do contexto dos EUA.

As razões para a baixa estatística de processos em andamento e do minúsculo número de condenações derivadas desse delito ainda não são plenamente conhecidas. Credita-se esse cenário, em que poucos casos chegam ao conhecimento do poder judiciário, em parte, ao escasso aparelhamento das agências de controle, seja em tecnologia ou mesmo quanto aos recursos humanos despendidos em investigações que são demoradas e onerosas. Um exemplo de sucesso é o da SEC

americana, para a qual, desde os anos 1930, ingentes esforços de recursos financeiros e humanos foram canalizados pelo governo dos EUA, a fim de aparelhá-la adequadamente para o enfrentamento dessa complexa criminalidade, assim dotando-a de estrutura e meios adequados para mantê-la autônoma e forte.

XII

Nos exíguos julgamentos existentes, como ficou evidente na análise efetuada em matéria de *insider trading*, os Tribunais, por meio de uma visão crítica, estão dando um novo sentido - frente à função tradicional, meramente informadora da valoração da legitimidade ou ilegitimidade da criminalização - à teoria do bem jurídico em matéria penal, utilizando-a como uma ferramenta no exame do tipo penal no momento de aplicação. Esse labor interpretativo na via judicial, levando em consideração o bem jurídico tutelado para fins hermenêuticos, é um fenômeno relativamente recente no Direito Penal moderno, que vem ocorrendo de forma progressiva e gradual em alguns Tribunais Constitucionais, nas três últimas décadas.

No marco da tarefa assumida pelo Estado quanto ao monopólio do *ius puniendi*, se alcançou o consenso (como se indicou, no âmbito da influência da teoria jurídica do delito de origem e inspiração alemã, enquanto outros ordenamentos jurídicos ocidentais utilizam-se outras formulações para referir-se à lesividade da conduta criminalizada, *harm principle*) de que se revelou necessária a utilização da teoria da proteção de bens jurídicos na fase legislativa, como já se referiu, para orientar o legislador na eleição do que deve ser punido, ou seja, no plano da existência da norma penal necessária a assegurar o convívio social. O que entendemos essencial, ademais, na linha dos precedentes examinados, é que essa técnica seja utilizada no segundo momento da efetivação do *ius puniendi*, que ocorre por ocasião da aplicação concreta da Lei, nesses novos espaços de intervenção do mundo moderno, em matéria de criminalidade econômica. Somente nesse processo de concretização é que se torna possível ao intérprete apreender objetivamente os limites da norma quanto ao seu valor intrínseco, o que deve ser realizado sob o prisma de uma valoração crítica, contrastando esse valor com a realidade social.

Afinal, é com o passar do tempo e o fluir da história contemporânea que o intérprete percebe o reflexo dos bens jurídicos tutelados pela Lei penal no con-

texto da época presente, que deve ser apreendida nos mais diversos aspectos: econômicos, sociais, políticos, sociológicos e humanos.

XIII

Alguns doutrinadores criticam o Tribunal Constitucional alemão por não fazer uso da teoria do bem jurídico como único critério conceitual viável para validar a norma penal, do ponto de vista da necessária lesividade social. Na análise que se fez dos precedentes existentes sobre o uso de informação privilegiada, constatou-se a existência de uma tímida tendência de os Tribunais Constitucionais da Espanha, do Brasil e de Portugal, bem como do TJUE, de forma expressa, utilizarem a teoria do bem jurídico como técnica de validação da norma penal e, simultaneamente, como ferramenta de interpretação para delimitar o momento da consumação de ilícito, ou para firmar a competência para processo e julgamento, ou ainda para definir a aplicabilidade de outros institutos jurídicos - como considerar o crime formal ou de resultado, em razão do bem jurídico tutelado e, a partir daí, determinar o marco prescricional. O Supremo Tribunal Federal do Brasil, embora na ausência de uma dogmática plenamente desenvolvida a respeito, chegou a afirmar explicitamente que a Corte deve exercer um rígido controle sobre a atividade legislativa e declarar a inconstitucionalidade de leis penais transgressoras de princípios constitucionais.

É interessante observar essa mudança de postura dos órgãos judiciais em matéria de criminalidade econômica, provavelmente motivada pela existência de tipos de perigo abstrato, ou pela natureza difusa do bem jurídico protegido, que suscitam muitas dúvidas interpretativas. Essa transformação de padrão de julgamento é salutar, recomendável e esperada, principalmente em relação a crimes como o uso de informação privilegiada, que contém elementos normativos pertencentes às áreas econômico-financeira e societária.

XIV

As dúvidas hermenêuticas existentes quanto aos elementos normativos do complexo crime de uso de informação privilegiada, em nossa ótica, dificultam a investigação das agências encarregadas de apurar tais condutas. O poder judiciário, portanto, joga um papel importante na elucidação desses pontos controvertidos.

Concomitantemente, a função jurisdicional exerce o controle jurídico da atividade do legislador no plano da validade ou invalidade da Lei penal pois, no trabalho de concretar a norma, afirma-se sua vocação de tutelar bens ou interesses coletivos que importam à convivência social, reconhecendo ao Direito penal sua validade substancial.

Entendemos que o exame do bem jurídico tutelado pelo Direito penal econômico deve ser realizado, nos tempos atuais, de acordo com as três esferas de atuação estatal: sob o aspecto da *existência* da norma penal, por ocasião da atividade legislativa; do ponto de vista da *validade* na norma penal, quando da sua aplicação pelo julgador e por fim, no momento da execução da pena quando, então, se determina a *eficácia* real da norma.

XV

Na análise comparativa dos elementos da infração penal identificamos muitos elementos comuns do crime de uso de informação privilegiada nas legislações da Espanha e do Brasil, bem como foi possível detectar, também, elementos diferenciadores. Nesse contexto, é relevante registrar a falta de precisão terminológica de ambas legislações penais, que necessitariam de um aprimoramento a fim de melhor descrever os verbos típicos, na linha vanguardista da Diretiva (UE) 2014/57. Assim, por exemplo, a simples previsão do verbo *usar*, da forma como hoje encontramos na legislação brasileira, deixa à margem de responsabilização penal uma infinidade de fatos que violam normas administrativas do mercado de valores que proíbem a divulgação de informação relevante ainda não tornada pública, que possam ensejar a negociação de valores ou títulos.

Dos precedentes analisados, vê-se que há muitos espaços de impunidade oriundos de interpretações dogmáticas sobre os supostos de autoria, com o uso das teorias adotadas pelos Tribunais, em especial, do domínio do fato. Ao se possibilitar, de *lege ferenda*, a ampliação dos verbos típicos, também se justificaria a ampliação do rol de agentes, de modo a contemplar os iniciados secundários que, tendo acesso à informação relevante, fazem uso dessa para negociar no mercado de valores. É que somente mediante a ampliação do círculo de agentes e a mencionada diversificação de verbos típicos – como previsto na Diretiva europeia - seria possível conferir maior proteção penal ao bem jurídico, em ambas as legislações, brasileira e espanhola.

CONCLUSIONES FINALES

Al final de cada capítulo de este trabajo se han ido constatando las conclusiones provisionales parciales pertinentes de los concretos temas tratados en cada uno de los apartados; en consecuencia, en estas páginas finales podremos limitarnos a enunciar brevemente las conclusiones finales y globales del estudio desarrollado:

I

Pese a ubicarse sin duda alguna en la vanguardia mundial en el establecimiento de las bases de lo que hoy se entiende por “información privilegiada”, y a pesar de que inspiró la legislación de varios países, entre ellos Brasil y España, los EE.UU. están lejos de haber alcanzado un entendimiento doctrinal consensuado sobre el tema: en primer lugar, en cuanto a la necesidad de tipificar como delito la conducta de uso de información privilegiada en el mercado de valores, y, por otra parte, en lo que atañe a la interpretación por los tribunales estadounidenses sobre la relevancia del elemento de confianza en la relación iniciado/empresa, ya que la regulación de los Estados Unidos se produce en base a una disposición general antifraude. Esta correlación conduce al planteamiento de importantes problemas en materia de autoría, ya que hay otros iniciados distintos de los directamente vinculados a la empresa en cuestión, respecto de los cuales no se ha establecido ese vínculo de confianza con la empresa, lo que se traduce en la práctica en impunidad para este círculo de personas con información, pero sin vínculo generador de confianza con la empresa.

En cuanto a la criminalización de la conducta, debe destacarse que la sucesión de escándalos financieros, la crisis de gobernabilidad corporativa y la preocupación por evitar futuras crisis económicas han motivado que los EE.UU. adoptasen una postura rígida en la lucha contra el abuso de mercado. En este contexto es en el que se aprobó aquella formulación legal hoy en vigor centrada en el establecimiento de la responsabilidad de los directivos de las empresas por la información financiera que debe ser enviada al mercado de forma precisa y completa: se ha llegado a la conclusión de que sólo es posible prevenir tales abusos en un mercado bien informado.

II

En el escenario de globalización económica y especialmente financiera en el que nos encontramos, criminalizar el uso indebido de información privilegiada ha dejado de ser una opción, incluso para los países que creyeron en la autorregulación del mercado, tales como Alemania, para pasar a ser una obligación necesaria para la supervivencia. Debido a los avances tecnológicos vinculados a la implantación de Internet se ha generado un crecimiento exponencial de la capacidad de hacer negocios en el mercado de valores de modo transnacional; cabe afirmar que esta evolución ha conducido al surgimiento de una conciencia global acerca de la importancia de poner freno a estos abusos, que en determinadas situaciones pueden incluso amenazar la integridad del propio sistema financiero de un Estado. Gran parte de esta toma de conciencia en Europa se debe a la articulación normativa de la UE en la materia y a las sucesivas legislaciones que construyeron poco a poco y de forma permanente las bases de una armonización que hoy está consolidada en la Directiva 2014/57/UE y en el Reglamento (UE) 596/2014 en materia penal en lo que se refiere a las reglas de abuso de mercado, del que forma parte el abuso de información privilegiada.

La terrible crisis financiera de proporciones mundiales que asoló y viene asolando el continente desde el año 2008 ha contribuido en gran medida a la elección del tema de abuso de mercado como objeto de la primera regulación en la UE de naturaleza criminal. En este contexto, proteger el bien jurídico que se identifica con la protección de la integridad del mercado se ha convertido en más que un objetivo, en una verdadera necesidad que ha generado un interesante fenómeno evolutivo, dirigido a imponer la adopción de una única descripción típica por este delito y de fijar las penas (máximas) mínimas a establecer en todos los EEMM. El abuso de mercado ha sido así el *Leitmotiv* para regular y defender el vínculo que la UE entiende que existe entre la protección penal de los mercados financieros y el crecimiento de la economía europea, lo que llevó a la eliminación de las fronteras en un área tradicionalmente marcado por fuertes principios de soberanía –como es el criminal– y, de una manera peculiar, a que países con sistemas jurídicos tan diferentes queden unidos en torno a la criminalización de la conducta que afecta a todos ellos en un plano supranacional.

III

El cambio de un Estado liberal a un Estado de bienestar –en el caso de España: un “Estado social y democrático de Derecho”–, en el contexto histórico, condujo a una expansión significativa de atribuciones y deberes jurídicos relacionados con el funcionamiento de la economía. En materia jurídico-penal, ello lleva a la necesidad de protección penal de nuevos bienes jurídicos para la sociedad, en especial los intereses difusos o supraindividuales, como lo son el orden económico y el buen estado de los mercados financieros – todo ello, en el marco de las indicaciones de protección que se hallan en la Constitución.

Es objeto de consenso en la doctrina que los intereses dignos de protección penal y que deben ser reconocidos por la sociedad –o por los dirigentes de la colectividad estatal– con el propósito de aproximar la regulación jurídica a la valoración ética, se identifican como bienes jurídicos, cumpliendo al Derecho Penal la misión de su protección mediante la prevención de la lesión o puesta en peligro de los mismos.

IV

La cuestión del bien jurídico siempre ha estado –en la fórmula, que, como es sabido, es empleada en el ámbito de la discusión jurídico-penal influida por la literatura alemana para referirse a la cuestión de la lesividad social de la conducta a incriminar– en el corazón del estudio de la delincuencia económica moderna, ya que tiene la misión de definir el espacio de actuación del Derecho penal, en cuanto a la definición de las cualidades materiales que debe reunir una conducta para ser considerada punible criminalmente, tanto en opinión del legislador, como en la visión de la ciencia jurídico-penal. El estudio de este debate adquiere relevancia especial en el escenario actual, en el que se constata un notable crecimiento de la intervención legiferante estatal en este campo de las actividades económicas en países del círculo jurídico continental (*Civil Law*), esto es, Estados con una organización jurídico-política parlamentaria y vinculados al principio de legalidad como elemento formal dominante en la legislación penal. Esta intervención legislativa orientada a la criminalización de determinadas conductas tiene lugar en un contexto político-criminal en el que una absoluta preponderancia de la

idea de prevención fáctica (de delitos) como único criterio político-criminal lleva en muchas ocasiones a la pretensión de convertir en infracción criminal cualquier conducta inadecuada. Por otro lado, en un divorcio de las posiciones del legislador muy notable que cabe apreciar al menos en Europa occidental y en los EE.UU., la dogmática penal (aún) mayoritaria se reafirma en la creencia en el Derecho penal mínimo, o en la intervención mínima del Derecho penal.

V

Una larga evolución ha conducido a la comprensión que hoy puede considerarse más común en la bibliografía especializada, esto es, que el orden económico constituye una categoría autónoma en cuanto bien jurídico, que debe ser vista a la luz de las Constituciones modernas en el contexto de un Estado de bienestar y de los derechos democráticos asignados a la ciudadanía, ya que es la Constitución, finalmente, la que impone los límites a la intervención punitiva del Estado y establece los valores que deben servir de referencia para la tarea del legislador penal.

Para hacer efectiva la protección del orden económico, a pesar de las divergencias doctrinales existentes, en el presente estudio se ha alcanzado la conclusión de que parece más adecuado adoptar la llamada visión dualista del bien jurídico como perspectiva de trabajo. El orden económico es objeto de protección en la Constitución brasileña de forma expresa y, en la Constitución Española, la protección puede deducirse del conjunto de principios del orden económico – que derivan con toda claridad del preámbulo del texto constitucional.

VI

Por otro lado, si bien es cierto que una norma penal debe encontrar apoyo en el conjunto de los valores expresados en la Constitución, eso solamente no es suficiente para legitimarla como tal. Hay que añadir a este escenario las razones dogmáticas y político-criminales que influyen en la tarea del legislador en el momento de alzar a la protección penal un determinado bien jurídico.

VII

El tema central de la investigación, el uso de información privilegiada, pertenece a la categoría del género “orden económico” y, como tal, trabaja con conceptos como bienes colectivos, intereses difusos, delitos de peligro abstracto, esto es, con expresiones de la delincuencia moderna. En efecto, tras décadas transcurridas, se observa que el debate generado en torno a la delincuencia económica ha dado las bases fructíferas que ahora se utilizan para estudiar esta nueva modalidad delictiva, razón por qué la utilización correcta de la información privilegiada se debe considerar un bien socialmente relevante y digno de protección penal.

De hecho, en lo que toca a la información privilegiada, el Derecho penal debe hacer frente al poder económico existente reglamentando las conductas que tienen el potencial de afectar el sistema financiero, y de forma oblicua, dando soporte a las normas que conforman a la economía de mercado, a la vez que castiga abusos que puedan cometerse contra este estado de cosas. La adopción de tipos abiertos y de peligro abstracto, como los que se han examinado en el estudio, no significa renunciar a la seguridad jurídica. La propia naturaleza del bien jurídico, que entendemos identificado con la protección de la integridad de los mercados de valores —y que constituye una realidad multifacética o poliédrica, con el fin de garantizar la igualdad de los inversores y la confianza de las personas en el correcto funcionamiento del mercado— necesita de un tipo penal adecuado para intervenir efectivamente sobre las conductas desviadas en este ámbito sin que se aleje de la visión garantista buscada por el Derecho penal conforme al programa constitucional, tanto respecto de Brasil como de España. No vemos en este contexto situaciones antagónicas o excluyentes.

La naturaleza del delito de abuso de información privilegiada es económica, porque lo que se viola con esa práctica abusiva es la integridad del mercado de valores, por el debilitamiento de la confianza que en él depositan los inversores. Sólo por la vía refleja se puede alcanzar al patrimonio de los inversores o de la empresa emisora, debiéndose enfatizar que cualquier evidencia de los daños causados por la conducta del iniciado es hallazgo difícil.

VIII

Se busca con el desarrollo de la teoría de la protección del bien jurídico construir el escenario de lo posible en el plano legislativo –pues cuál es el “tipo ideal” de una legislación penal racional y adecuada a las pautas constitucionales está en constante revisión– para la creación de tipos penales que contemplasen en ponderado equilibrio a la vez las garantías del autor del injusto y los intereses de la sociedad en la prevención y en la punición de la conducta ilícita.

La integridad de los mercados en este contexto es la base de una economía fuerte y atractiva para las inversiones transfronterizas. Esta percepción se hace más clara en los períodos de crisis económica, en los que las empresas de capital abierto tienen que recaudar fondos en el mercado de valores para superar la adversidad momentánea, con la posibilidad de fomentar nuevos negocios y financiar nuevos productos. Para que este mecanismo funcione, se hace necesario asegurar a los inversores privados que hay ética y honestidad en los procedimientos del mercado de valores o de lo contrario, habrá una fuga a otras inversiones consideradas más seguras y confiables.

IX

Es correcto afirmar que el Derecho penal no puede castigar conductas exclusivamente inmorales, porque en tal supuesto no existe lesión al bien jurídico. Es cierto además que el delito de información privilegiada está caracterizado por una tendencia a la moralización que suele constatarse en lo escrito respecto de algunos sectores de la economía con un fuerte componente ético. Pero lo que la norma penal pone de relieve no es el simple incumplimiento de un valor moral, sino el efecto lesivo generado por la conducta de uso de información privilegiada, enmarcada en el daño social al bien jurídico protegido.

Sin lugar a dudas, la criminalización del uso de información privilegiada en los mercados de valores forma parte de esta coyuntura. Cabe atribuir esta evolución en parte a los riesgos generados por algunos inversores a expensas de otros que operan en ese mercado, y, por otra parte, al riesgo de que la conducta abusiva plantea a la estabilidad de la economía.

X

Las técnicas de protección (penales-legislativas) “tradicionales” no resultan aplicables a este tipo de delito, ya que, por regla general, el delito económico no prescinde de la necesidad de complementar el examen del tipo con normas extrapenales. Las complejidades hermenéuticas que necesariamente se presentan al realizarse esta integración de los aspectos reglamentarios de los elementos normativos del tipo penal son de diferentes órdenes. Las normas administrativas relativas al mercado de valores y la regulación del Derecho mercantil constituyen un repositorio de terminologías propias para designar las dinámicas económicas criminalizadas, centrándose los fundamentos del mercado de valores en la transparencia informativa que es impuesta a todos los actores, sean miembros de las empresas emisoras, o miembros de los órganos reguladores, o inversores.

La doble incriminación en los ámbitos penal y administrativo crea con frecuencia, además, una aparente superposición de tutela sobre el mismo hecho, con contenido material similar y compartiendo los mismos principios informadores en materia interpretativa. En España, con la adopción del principio del *ne bis in idem*, esta superposición se resuelve permitiendo que el juez penal ejerza la competencia para intervenir en primer lugar, dada la imposibilidad de castigar a una persona dos veces por los mismos hechos, como ya han reconocido el Tribunal Constitucional español, las Directivas europeas y el TEDH.

En el caso de Brasil, pese al absurdo evidente que significa castigar a alguien dos veces por el mismo hecho, la Constitución brasileña se abstiene de toda valoración en cuanto a la adopción del principio del *ne bis in idem*, y en muchas constelaciones típicas de la delincuencia económica en las cuales también se pune la conducta en el Derecho administrativo sancionador, el Supremo Tribunal Federal de Brasil, en repetidos fallos, ha venido sosteniendo que sí es posible la doble incriminación, con base en la idea de la llamada “independencia das instancias” -penal y de la regulación. Considerándose que las penas de multa impuestas en ambas esferas son de la misma naturaleza, entendemos que hay que repensar esta interpretación que contraviene los postulados garantistas y que resulta en un

exceso injustificable en el contexto de la Constitución Federal de Brasil, como consecuencia del principio de legalidad.

XI

Es interesante señalar que, a pesar de los avances legislativos y teórico-dogmáticos en el tratamiento de la materia en las últimas décadas, hay pocos precedentes de procesos penales referidos al uso de información privilegiada fuera del contexto estadounidense.

Las razones para la baja estadística en cuanto a los procesos en curso y al bajo número de condenas derivadas de este delito aún no se conocen plenamente y en detalle. Este escenario, en el cual pocos casos llegan al conocimiento del poder judicial, se atribuye, en parte, a las escasas inversiones en los organismos de control, ya sea en la tecnología o incluso en los recursos humanos invertidos en investigaciones que tardan mucho y son además costosas. Un ejemplo exitoso es la estadounidense SEC, para la cual, desde 1930, hubo notables recursos financieros y humanos canalizados por el gobierno de Estados Unidos con el fin de prepararla adecuadamente para enfrentarse a este complejo delito, así dotándola de la estructura y los medios necesarios para mantenerla independiente y fuerte.

XII

En los pocos precedentes existentes, como ha quedado evidente en el análisis realizado en el área del abuso de información privilegiada, los tribunales, a través del ejercicio de una visión crítica, están dando un nuevo significado –frente a la función tradicional, meramente informadora de la valoración de la legitimidad o ilegitimidad de la incriminación– a la teoría del bien jurídico en materia penal, utilizándola como una herramienta para examinar el tipo penal en el momento de aplicación. Esta labor interpretativa en los tribunales teniendo en cuenta el bien jurídico protegido como eje hermenéutico es un fenómeno relativamente reciente en el Derecho penal moderno, que se viene produciendo de forma progresiva y gradual en algunos Tribunales Constitucionales, en las últimas tres décadas.

En el marco de la tarea asumida por el Estado en el monopolio del *ius puniendi* se ha alcanzado el consenso (como se ha indicado, en el ámbito de influencia de la teoría jurídica del delito de origen e inspiración alemanes, mientras que en otros ordenamientos jurídicos occidentales se hace uso de otras formulaciones para referirse a la lesividad de la conducta incriminada, *harm principle*) de que resulta necesaria la utilización de la teoría de la protección de bienes jurídicos en la fase legislativa, como ya se ha afirmado, para guiar al legislador en cuanto a la elección de lo que debe ser castigado, es decir, respecto al plan de la existencia de la norma penal necesaria para garantizar la convivencia social. Lo que entendemos esencial, por otra parte, de acuerdo con los precedentes examinados, es que esta técnica se utilice también en la segunda fase de realización del *ius puniendi*, que se produce durante la aplicación concreta de la Ley, en estos nuevos espacios de intervención del mundo moderno, en cuanto a los delitos económicos. Sólo este proceso de concreción es lo que hace posible al intérprete comprender objetivamente los límites de la norma en cuanto a su valor intrínseco, lo que se debe hacer a través del prisma de una consideración crítica, contrastando ese valor con la realidad social.

Al cabo, es con el paso del tiempo y el flujo de la historia contemporánea que el intérprete se da cuenta del reflejo de los bienes jurídicos protegidos por la Ley penal en el contexto de la época actual, que debe ser aprehendida en diversos aspectos: económicos, sociales, políticos, sociológicos y humanos.

XIII

Algunos estudiosos critican al Tribunal Constitucional alemán por no utilizar la teoría del bien jurídico como único criterio conceptual viable para validar la norma penal desde el punto de vista de la necesaria lesividad social. En el análisis que se ha hecho de los precedentes existentes sobre el abuso de información privilegiada, se ha constatado que hay una tendencia tímida de los tribunales constitucionales de España, Brasil y Portugal, así como del TJCE, a expresamente utilizar la teoría del bien jurídico como técnica de validación de la norma penal y simultáneamente como una herramienta de interpretación para definir el momento

de la consumación del ilícito, o para definir la competencia para el enjuiciamiento y el juicio oral, o mismo para definir la aplicabilidad de otros marcos legales – como el hecho de considerar el delito formal o de resultado porque así lo indica el bien jurídico protegido y, a partir de ahí, determinar el inicio de la prescripción. El Supremo Tribunal Federal de Brasil, aunque en ausencia de una completamente desarrollada dogmática al respecto, también ha llegado a afirmar explícitamente que la Corte debe ejercer un estricto control sobre la actividad legislativa y declarar la inconstitucionalidad de las leyes penales transgresoras de los principios constitucionales.

Es interesante observar este cambio de actitud de los órganos judiciales en el ámbito de la delincuencia económica, probablemente inspirado por la existencia de tipos de peligro abstracto, o por la naturaleza difusa del bien jurídico protegido, que plantea muchas cuestiones de interpretación. Esta mudanza en el patrón de enjuiciamiento viene justo a tiempo y es recomendable que así ocurra, especialmente en relación con delitos tales como el abuso de información privilegiada, que contiene elementos normativos que pertenecen a las áreas económico-financiero y empresarial.

XIV

Las dudas hermenéuticas existentes en relación con los elementos normativos del complejo delito de uso de información privilegiada, en nuestra opinión, son obstáculos de relevancia para la investigación de parte de las agencias encargadas de la investigación de dicha conducta. Por consiguiente, el poder judicial juega un papel importante en la elucidación de estos puntos controvertidos.

Al mismo tiempo, la función judicial ejerce el control jurídico de la actividad legislativa en el plano de la validez o de la invalidez de la Ley penal, ya que, en el trabajo para concretar la norma, se afirma su vocación de salvaguardar los bienes o intereses colectivos que son importantes para la convivencia social, reconociendo al Derecho penal su validez sustancial.

Creemos que el examen del bien jurídico tutelado por el Derecho penal económico debe llevarse a cabo en los tiempos modernos, de acuerdo con las tres

esferas de acción del Estado: desde el aspecto de la existencia de la norma penal, con motivo de la actividad legislativa; desde el punto de vista de la validez de la norma penal cuando de su aplicación por el juez y, por último, en el momento de ejecución de la sentencia, cuando se determina la eficacia real de la norma.

XV

En el análisis comparativo de los elementos de la infracción penal hemos identificado muchos elementos comunes en cuanto al abuso de información privilegiada en la legislación de España y Brasil, y ha sido posible detectar también elementos diferenciadores. En este contexto, es importante registrar la falta de precisión terminológica de las dos legislaciones penales, que necesitarían una actualización con el fin de mejor describir los verbos típicos, en la línea de vanguardia de la Directiva (UE) 2014/57. Así, por ejemplo, el simple empleo del verbo “utilizar”, en la forma en que hoy nos encontramos en la legislación brasileña, deja al margen de la responsabilidad penal una multitud de hechos que violan las normas administrativas del mercado de valores, las cuales prohíben la divulgación de información relevante que aún no se ha hecho pública, que puede dar lugar a la negociación de valores.

Analizados los precedentes, se ve que hay muchos espacios de impunidad que surgen de las interpretaciones dogmáticas sobre los supuestos de autoría, al utilizarse las teorías adoptadas por los tribunales, en particular, el dominio del hecho. Cuando sea posible, *de lege ferenda*, la expansión de los verbos típicos, también sería justificable la ampliación del rol de autores, con el fin de incluir los iniciados secundarios que, accediendo a la información relevante, la utilizan para negociar en el mercado de valores. Es sólo mediante la ampliación del círculo de autores y la referida diversificación de los verbos típicos –conforme a lo dispuesto en la Directiva Europea– que se podría dar más protección penal al bien jurídico en ambas legislaciones, brasileña y española.

BIBLIOGRAFIA

- ADIER, Leandro Bittencourt: Valores Mobiliários, Especulação e Consequências Jurídicas, em *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 9, São Paulo: 2000, pp. 62-80.
- AMELUNG, Knut: El Concepto “Bien Jurídico” en la Teoría de la Protección Penal de Bienes Jurídicos, em *La Teoria del Bien Juridico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Marcial Pons, Madrid: 2007, pp. 227-264.
- ARAÚJO JÚNIOR, João Marcelo de: Os Crimes contra o Sistema Financeiro no Esboço de Nova Parte Especial do Código Penal de 1994, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, vol. 11, São Paulo: 1995, pp. 145-165.
- _____: O Direito Penal Econômico, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, vol. 25, São Paulo: 1999, pp. 142-156.
- ARROYO RODRÍGUEZ, Antonio y VAQUERO LAFUENTE, María Esther: La ética en el uso de la información privilegiada, em *ICADE*, nº 64, Madrid: 2005, pp. 225-250.
- ARROYO ZAPATERO, Luis: El abuso de información privilegiado em el derecho español vigente y en el Proyecto de Código Penal, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo, Jornadas en Honor del Profesor Klaus Tiedemann*. Boletín Oficial del Estado, Madrid: 1995, pp. 45-61.
- _____: El abuso de información privilegiada en el Derecho Español, em *Estudios de Derecho Penal Económico*, vol. 18, Colección Estudios, Editores Luis Arroyo Zapatero e Klaus Tiedemann, Cuenca: 1994, pp. 61-75.
- _____: Actualidad político criminal del Derecho penal económico en España, em *Estudios de Derecho Penal Económico*, Dir. ARROYO ZAPATERO, Luis/TIEDEMANN, Klaus, Universidad de Castilla-La Mancha, 1994, pp. 61-74.
- AUGER LIÑAN, Clemente: Delitos Bursátiles, em *Poder Judicial, Nuevas formas*

de delincuencia, CGPJ, Madrid: 1988, pp. 227-236.

BACIGALUPO, Enrique: *Curso de Derecho Penal Económico*. Dir. Enrique BACIGALUPO, 2ª ed., Ed. Marcial Pons, Madrid: 2005, pp. 797-815.

_____: *Lineamientos de la teoría del delito*, Ed. Astrea, Buenos Aires: 1974

_____: *Teoría y Práctica del Derecho Penal*. Tomo II, Ed. Marcial Pons, Madrid: 2009.

BACIGALUPO, Silvina: Derecho Penal y Construcción Europea, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Atelier Libros Jurídicos, Barcelona: 2005, pp. 125-151.

_____: *Autoría y participación en delitos de infracción de deber. Una investigación aplicable al Derecho penal de los negocios*. Acessível no sítio http://online.elderecho.com/seleccionProducto.do;jsessionid=B9DA81C2AFE494709D9974FE36E3DB81.TC_ONLINE01?producto=*&refEditorial=PO_Autoria_y_participacion_en_delitos_de_infraccion#%2FvisorLibro.do%3Fnref%3D2015%2F1003375%26raiz%3D%5Cnuevo%5CPO%5CPO_Autoria_y_participacion_en_delitos_de_infraccion%5C1%5C20160721%5Cvisor%26idFragmento%3Dcreditos%26rnd%3D0.2565577110158722, em 05-01-2017.

BAINBRIDGE, Stephen M.: *Insider Trading: An Overview*. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=132529>, acessado em 17/07/2015, pp. 1-39.

BAJO FERNÁNDEZ, Miguel: Uso de Información Privilegiada, em *El Nuevo Código Penal: Presupuestos y Fundamentos*, Libro Homenaje al Profesor Doctor Don Ángel Torío López, Granada: 1999, pp. 637-650.

_____: Uso de Información Privilegiada, em *Cuadernos de Derecho Judicial: Empresa y Derecho Penal II*. Consejo General del Poder Judicial, Madrid: 1999, pp. 123-143.

_____: Culpabilidad y Persona Jurídica, em *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*, nº 45, A Coruña: 1998, pp. 13-25.

- _____: Marco constitucional del Derecho penal económico, em *Comentarios a la legislación penal*, Edersa, Madrid: 1982, I, pp. 233-244.
- _____: El Derecho Penal: Concepto y Función, em *Introducción al Derecho Penal*, Juan Antonio Lascuraín Sánchez (ed.), Thomson Reuters, Navarra: 2011, pp. 31-52.
- _____: *Diccionario de Derecho Penal Económico*. Dir. J. BOIX REIG, coord. P. LLORIA GARCÍA, Ed. Iustel, Madrid: 2008.
- BAJO FERNÁNDEZ, Miguel y BACIGALUPO SAGGESE, Silvina: *Derecho Penal Económico*. Editorial Universitária Ramón Areces, 2ª ed., Madrid: 2010.
- BAJO FERNÁNDEZ/PÉREZ MANZANO/SUÁREZ GONZÁLEZ: *Manual de Derecho Penal. Parte Especial. Delitos patrimoniales y económicos*. Ed. Centro de Estudios Ramón Areces, 2ª ed., Madrid: 1993.
- BALTAZAR JÚNIOR, José Paulo: *Crimes Federais*, 10ª ed., Ed. Saraiva, São Paulo: 2015.
- BALTIC, Charles Vaughn: The Next Step in Insider Trading Regulation: International Coperative Efforts in the Global Securities Market, em *Law and Policy in International Business*, V. 23, 1991-1992, pp. 167-197.
- BANDEIRA, Gonçalo Nicolau Cerqueira Sopas de Melo: *Abuso de Informação, Manipulação do Mercado e Responsabilidade Penal das “Pessoas Colectivas”. “Tipos Cumulativos” e Bens Jurídicos Colectivos na “Globalização”*, Ed. Juruá, Lisboa: 2015.
- BARATTA, Alessandro: Criminología crítica y política penal alternativa, em *Textos de Direito Penal*, Tomo II, Associação Académica da Faculdade Direito Lisboa, Lisboa: 1999, pp. 80 al 101.
- _____: La Política Criminal y el Derecho Penal de La Constitución: Nuevas Reflexiones sobre el Modelo Integrado de las Ciencias Penales, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, vol. 29, São Paulo: 2000, pp. 27-52.

BARJA DE QUIROGA, Jacobo López: *El “Insider Trading”*. Anuário de Derecho Penal y Ciencias Penales, Ministério de Justicia, Tomo 46, Madrid: sep.-dic./1993, pp. 1031-1060.

_____: El moderno derecho penal para una sociedad de riesgos, em *Revista del Poder Judicial*, nº48, Madrid: 1997, pp. 289-321.

_____: El Abuso de Información Privilegiada, em *Curso de Derecho Penal Económico*, dir. Enrique BACIGALUPO, 2ª ed., Ed. Marcial Pons, Madrid: 2005, pp. 335-368.

BARTALENA, Andrea: *L’Abuso di Informazioni Privilegiate*. Ed. Giuffrè, Milano: 1989.

BENÍTEZ ORTÚZAR, Ignacio Francisco: El uso de información relevante para la cotización en el mercado de valores. Relevancia jurídico-penal del “Insider Trading”, em *Estudios Penales en Homenaje al Profesor Cobo del Rosal*, Editorial Dykinson, Madrid: 2005, pp. 81-103.

_____: *Comentarios al Código Penal*. Tomo IX., dir. Manuel COBO DEL ROSAL, EDERSA, Madrid: 2005.

BENY, Laura Nyantung: Do Investors in Controlled Firms Value INSider Trading Laws? International Evidence, em *Journal of Law, Economics & Policy*, vol. 4, 2008, pp. 267-310.

_____: Insider Trading Law and Stock Markets around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate, em *J. Corp. L.*, nº 2, 2007, pp. 237-300.

BITENCOURT, Cezar Roberto: *Tratado de Direito Penal. Parte Geral 1*. Ed. Saraiva, 12ª ed., São Paulo: 2008.

_____: *Código Penal Comentado*, Ed. Saraiva, São Paulo: 2002.

BLACK’S LAW DICTIONARY: 10th Edition for the iPhone, Version: 1.0, Copyright 2009, 2014 Thomson Reuters.

- BLOK, Marcella: Abuso del Poder de Mercado – Mudanzas Significativa Decorrentes del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo del 16.04.2014 – Derecho Comparado Brasileiro y Español, em *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 18, n. 67, São Paulo: 2015, pp. 227-288.
- BONILLA PELLA, José: Abuso de Información privilegiada, em *Memento Práctico Penal Económico y de la Empresa 2001-2012*, Coord. ORTIZ DE URBINA GIMENO, Íñigo, Ed. Francis Lefebvre, Santiago de Compostela: 2011, pp. 597-602.
- BOYLE, Brian J.: Issues In The Third Circuit – Bright-line rules and inefficient markets: The Third Circuit’s 10b -5 Materiality Doctrine is ripe for revision, em *Villanova Law Review*, vol. 57, 2012, pp. 683-710.
- BREDA, Juliano e BITENCOURT, Cezar Roberto: *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional & Contra o Mercado de Capitais*. Lumen Juris Editora, 2ª Edição, Rio de Janeiro: 2011.
- BUESA BLANCO, Mikel/VALIÑO CASTRO, Aurelia/HEIJS, Joost/BAUMERT, Thomas/GONZÁLEZ GÓMEZ, Javier: *Impacto de los atentados terroristas del 11-M sobre el mercado de valores*. [Documentos de trabajo del IAIF nº 55, 2006], acessado em 05-12-2-15, disponível no sítio da Universidad Complutense de Madrid: <http://eprints.ucm.es/7941/1/55.pdf>
- CACHÓN BLANCO, José Enrique: Valores Negociables e Instrumentos Financieros, em *Cuadernos de la Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Dir. Fernando Sánchez Calero, nº4 – La Reforma del Mercado de Valores, Coord. Alberto Javier Tapia Hermida y Joan Sánchez-Calero Guilarte, Edersa, Madrid: 1996.
- CALDERÓN SUSÍN, Eduardo: El abuso de Información Privilegiada em el Mercado de Valores, em *Cuadernos de Derecho Judicial: Delitos Socioeconómicos em el Nuevo Código Penal*. CGPJ, Madrid: 1996, pp. 209-260.
- CANCIO MELIÁ, Manuel: Princípios de Derecho Penal (II), em *Introducción al Derecho Penal*, Juan Antonio Lascuraín Sánchez (ed.), Thomson Reuters, Navarra: 2011, pp. 81-110.

CANCIO MELIÁ, Manuel: *Algunas reflexiones sobre el alcance típico del art. 258 del CP colombiano* - Dictamen en Derecho solicitado por el Sr. Prof. D. Yesid Reyes Alvarado, Madrid: 2009.

_____: Errores em la graduación de las penas, em *250 años después Dei Delitti e Delle Pene. De la obra maestra a los becarios*. Editorial IBDF, Santiago de Chile: 2011, pp.93-102.

CAPEZ, Fernando: *Curso de Direito Penal. Parte Geral*. 14ª ed., Ed. Saraiva, Vol. 1, São Paulo: 2010.

CARLTON, Dennis W. e FISCHER, Daniel R.: The Regulation of Insider Trading, em *Stanford Law Review*, vol. 35, 1982-1983, pp. 857-895.

CARRIERO, Giuseppe: Insider trading, em *Argomenti di Diritto degli Intermediari e dei Mercati Finanziari*. G. Giappichelli Editore, Torino: 2000, pp. 347-374.

CARPIO BRIZ, David: *Concepto y contexto del Derecho Penal Económico*, em Manual de Derecho Penal Económico y de Empresa. Parte General y Parte Especial. Tomo 2, dir. Mientxu CORCOY BIDASOLO y Víctor Gomez Martín, coord. Celia DIAZ MORGADO, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2016.

CARVALHOSA, Modesto: *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 3ª ed., vol. III, Ed. Saraiva, São Paulo: 2003.

CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson: *A nova Lei das S.A*, Ed. Saraiva, São Paulo: 2002.

CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os Novos Crimes Corporativos*. Lumen Juris Editora, Rio de Janeiro: 2008.

CASTRO MORENO, Abraham e OTERO GONZÁLEZ, Pilar: *El Abuso de Información Privilegiada en la Función Pública*. Ed. Tirant lo Blanch. Colección los Delitos, v. 71, Valencia: 2007.

CERDÁ MARTÍNEZ-PUJALTE, Carmen Mª: Deber de lealtad y conflictos de interés de los administradores, con especial referencia a los deberes de las

sociedades cotizadas, em *Estudios de Derecho del Mercado Financiero*, em *Homenaje al Profesor Vicente Cuñat Edo*, Universitat de Valencia, Valencia: 2011, pp. 41-66.

CEREZO MIR, José: Sanções Penais e Administrativas no Direito Espanhol, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, vol. 2, São Paulo: 1993, pp. 27-40.

CERVINI, Raul: Relación entre la Ética y el Derecho en la Actual Dinâmica Legitimadora de la Norma Penal, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, vol. 14, São Paulo: 1996, p. 119-130.

CHOCLÁN, José Antonio/ CALDERÓN, Ángel: *Manual de Derecho Penal. Parte General*. Tomo I, Ediciones Deusto, Barcelona: 2005.

COLMENERO MENÉNDEZ DE LUARCA, Miguel: *Código Penal Comentado*. Tomo I, Ed. Bosch, 3ª ed., dir. C. CONDE-PUMPIDO FERREIRO, coord. P. DÍAZ MARTÍNEZ, Barcelona: 2012.

CORCOY BIDASOLO, Mirentxu: *Manual de Derecho Penal Parte Especial*. Tomo I, dir. CORCOY BIDASOLO, Tirant lo Blanch, Valencia: 2015.

_____ e GÓMEZ MARTIN, Victor: *Manual de Derecho Penal, Económico y de Empresa – Parte General y Parte Especial*. Tomo 2, Dr. CORCOY BIDASOLO e GÓMEZ MARIN, Tirant lo Blanch, Valencia: 2016.

CORREIA, Eduardo: Introdução ao Direito Penal Económico, em *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Volume I – Problemas Gerais*. Coimbra Editora, Coimbra: 1998, pp. 293-318.

COSTA ANDRADE, Manuel da.: A nova lei dos crimes contra a economia (Dec.- Lei nº 28/84, de 20 de janeiro), em *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Volume I – Problemas Gerais*. Coimbra Editora, Coimbra: 1998, pp. 387-411.

COSTA PINTO, Frederico de Lacerda da: Crimes Econômicos e Mercados Financeiros, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, ano 10, nº 39, Ed. Revista dos Tribunais, São Paulo: 2002, pp. 28-62.

- COUTO E SILVA, Clóvis V. do: Grupo de Sociedades, em *Revista dos Tribunais*, vol. 647, Ed. Thomson Reuters, São Paulo: 1989, pp. 7-22.
- CREMADES MORANT, Joan: Revelación de Secreto de Informaciones, em *Delitos contra la Administración Pública*. Bilbao: 1997, pp. 247-266.
- CRIMMINS, Stephen J.: Insider Trading: where is the line?, em *Columbia Business Law Review*, nº 2, 2013, pp. 330-368.
- CUESTA CASTOR, Pablo: *Delitos obstáculo – Tensión entre Política Criminal y Teoría del Bien Jurídico*, Estudios de Derecho Penal Dir. Carlos Maria Romeo Casabona, vl. 42, Editorial Comares, Granada: 2002.
- D'AVILA, Fábio Roberto: Aproximações à teoria da exclusiva proteção de bens jurídicos no Direito Penal contemporâneo, em *Revista Ibero-Americana de Ciências Penais*, ano 10, nº 18, Porto Alegre: 2010, pp. 85-107.
- DEL ROSAL BLASCO, Bernardo: El delito de falsedad en la información social del artículo 290 del Código Penal de 1995, em *Empresa y Derecho Penal I*, Dir. Bernardo DEL ROSAL BLASCO, Consejo General del Poder Judicial, Madrid: 1999, pp. 61-149.
- _____: Los Nuevos Delitos Societarios en el Código Penal de 1995, em *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*, Dir. Carlos Martínez-Buján Pérez, A Coruña: 1998, pp. 79-140.
- _____: *Los Delitos Societarios en el Código Penal de 1995*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 1998.
- DENT JR., George W.: Why legalized Insider Trading would be a disaster, em *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 38, 2013, pp. 247-273.
- DI AMATO, Astolfo: *Diritto Penale Dell'Impresa*, 6ª ed., Ed. Giuffrè, Milano: 2006.
- DÍAZ-MAROTO Y VILLAREJO, Julio: *Código Penal y Legislación Complementaria*. Civitas/Thomson Reuters, 42ª edición, Navarra: 2016.
- DÍEZ RIPOLLÉS, José Luis: *Derecho Penal Español. Parte General en esquemas*.

Ed. Tirant lo Blanch, 3ª ed., Valencia: 2011.

_____: *Derecho Penal Español. Parte General*. Ed. Tirant lo Blanch, 4ª ed., Valencia: 2016.

_____: De la Sociedad del Riesgo a la Seguridad Ciudadana: un debate desenfocado, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Atelier Libros Jurídicos, Barcelona: 2005, pp. 241-282.

ESCRIHUELA CHUMILLA, F. Javier: *Todo Penal*, Ed. La Ley, Madrid: 2011.

FAKHOURI GÓMEZ, Yamila: *Delimitación entre error de tipo y de prohibición. Las remisiones normativas: un caso problemático*. Ed. Thomson Reuters, Navarra: 2009.

FARALDO CABANA, Patricia: *Los Delitos Societarios*, 2ª edición. Tirant lo Blanch, Valencia: 2015.

_____: Algunos aspectos del delito de uso de información reservada em el mercado de valores em el proyecto de Código Penal de 1994, em *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII. Santiago de Compostela: 1995, pp. 45-121.

_____: *Comentários al Código Penal*. dir. Manuel GÓMEZ TOMILLO, Ed. Lex Nova, 2ª ed., Valladolid: 2011.

FARIA COSTA, José de: Apontamentos para umas reflexões mínimas e tempestivas sobre o Direito Penal de Hoje, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, vol. 81, São Paulo: 2009, pp. 36-47.

FARIA COSTA, José/RAMOS, Maria Elisabete: *O Crime de Abuso de Informação Privilegiada (Insider Trading) – A informação enquanto problema jurídico-penal*, Coimbra Editora, Coimbra: 2006.

FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo: *Imputación Objetiva en el Derecho penal económico y empresarial. Esbozo de una teoría general de los delitos económicos*, In-Dret, 2009.

_____: Sobre a “Administrativização” do Direito Penal na “Sociedade do Risco”. Notas sobre a Política Criminal no início do Século XXI, em *Revista Liberdades – IBCCrim*, nº 7, Tradução de Bruna Abranches Arthidoro de Castro; revisão de Augusto Silva Dias, São Paulo: 2011, pp. 23-62.

_____: *El Injusto Penal y su Prevención ante el Nuevo Código Penal de 1995*, Ed. Colex, Madrid: 1997.

_____: ¿Transformación del Derecho Penal por la protección de la estabilidad financiera internacional como bien jurídico global? em *La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, AFDUAM, nº 12, Madrid: 2012, pp. 109-136.

_____: *El Delito Corporativo en el Código Penal Español – Cumplimiento normativo y fundamento de la responsabilidad penal de las empresas*. Ed. Thomson Reuters, 2ª ed., Navarra: 2016.

FERNÁNDEZ ATELA, Gonzalo: Insider Trading: evolución, doctrina y regulación en los Estados Unidos de América, em *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Madrid: 1988, pp. 561-596.

FERNÁNDEZ TERUELO, Javier Gustavo: *Los delitos societarios en el Código Penal Español*. Ed. Dykinson, Madrid: 1998.

_____: *Instituciones de Derecho Penal Económico y de la Empresa*. LexNova/Thomson Reuters, Pamplona: 2013.

FERRAJOLI, Luigi: *Democracia y Garantismo*, Ed. Trotta, Madrid: 2008.

_____: *Derechos y Garantías – La Ley del más débil*. Ed. Trotta, 2ª ed., Madrid: 2001.

FERRÉ OLIVÉ, Juan Carlos: Sujetos responsables en los delitos societarios, em *Revista Penal*, 1, Madrid: 1997, pp. 21 al 29.

FIANDACA, Giovanni: O "Bem Jurídico" como Problema Teórico e como Critério de Política Criminal, em *Revista dos Tribunais*, vol. 776, São Paulo: 2000, pp. 409-439.

FIDALGO CERVIÑO, Esther: La Información Financiera em el Futuro II: Nuevos Estados Contables y Nuevos Ámbitos, em *Presente y Futuro de la Información Financiera*, Barcelona: 2002, pp. 279-325.

FIGUEIREDO DIAS, Jorge de: Para uma dogmática do Direito Penal secundário, em *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Volume I – Problemas Gerais*, Coimbra Editora, Coimbra: 1998, pp. 35-74.

FIGUEIREDO DIAS, Jorge de/COSTA ANDRADE, Manuel da: Problemática geral das infrações contra a economia nacional, em *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Volume I – Problemas Gerais*. Coimbra Editora, Coimbra: 1998, pp. 319-346.

FLORENCIANO PALLEJÀ, Dunia: Procedimientos de control y de prueba en relación con las prácticas de *Insider Trading*, em *Fraude a Consumidores y Derecho Penal. Fundamentos y talleres de leading cases*. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO e Víctor GÓMEZ MARTÍNS, coord. Vicente VALIENTE IVÁÑEZ, Edisofer, Madrid: 2016, pp. 109-119.

FOFFANI, Luigi: Delitos Societarios, em *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*, Dir. Carlos Martínez-Buján Pérez, A Coruña: 1998, pp. 57-78.

_____: *Comentários a la Parte Especial del Derecho Penal*. dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Fermín MORALES PRATS, Ed. Thomson Reuters, 9ª ed., Navarra: 2011.

_____: La nueva disciplina penale dell’ “Insider Trading” e delle frodi nel mercato Mobiliare, em *Rivista Trimestrale di Diritto Penale Dell’Economia*, Ed. Cedam, Padova: 1991, pp. 911-952.

_____: Politica Criminale Europea e Sistema Finanziario: L’Esempio Degli Abusi di Mercato, em *Dirito Penale Contemporaneo*, Revista Trimestrale, 3-4/2014, Milano: 2014, pp. 65- 72.

_____: Protección del crédito, la bolsa y ahorro, em *Eurodelitos. El Derecho Penal económico em la Unión Europea*, dir. Klauss Tiedemann, coord. Adán Nieto Martín, Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha, Cuenca: 2004, pp. 109-118.

FORTUNA, Eduardo: *Mercado Financeiro: produtos e serviços*. Ed. Qualitymark, 16ª ed., São Paulo: 2005.

GARBERÍ LLOBREGAT, J./VICENTE MARTÍNEZ, R./DÍAZ-MAROTO Y VILLAREJO, J./ FEIJOO SÁNCHEZ, B.J./BLANCO PEÑALVER, A.: *Práctica Jurisprudencial del Código Penal. Análisis temático y sistemático de Jurisprudencia Penal*. Tomo 1, dir. GARBERÍ LLOBREGAT, Ed. Bosch, Barcelona: 2006.

GARCÍA VALDÉS, Carlos/MESTRE DELGADO, Esteban/FIGUEROA NAVARRO, Carmen: *Lecciones de Derecho Penal Parte Especial*. Edisofer, 2ªed., Madrid: 2015.

GERSZTENZANG, Michael A.: Insider Trading and the Internalization of the Securities Markets, em *Columbia Journal of International Law*, vol. 27, 1989, pp. 409- 441.

GIFIS, Steven: *Law Dictionary*, 5ª ed., Barron's Legal Guides, United States: 2003.

GIL GIL, Alicia/LACRUZ LÓPEZ, Juan Manuel/MELENDO PARDOS,Mariano/NÚÑEZ FERNÁNDEZ, José: *Curso de Derecho Penal. Parte General*. Ed. Dykinson S.L., Madrid: 2011.

GOMES, Luiz Flávio: *Direito Penal. Parte Geral*, V. 2, Ed. RT, São Paulo: 2007.

GÓMEZ INIESTA, Diego José: *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*. MacGraw-Hill, Madrid: 1997.

GÓMEZ-JARA DÍEZ, Carlos: *La protección penal transnacional de los mercados financieros*. Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid: 2014.

_____ : Constitución Europea y Derecho Penal: ¿Hacia un Derecho Penal Federal Europeo?, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Atelier Libros Jurídicos, Barcelona: 2005, pp. 153-208.

GÓMEZ LANZ, Javier: Derecho Penal y Mercado de Valores, em *Derecho de la Regulación Económica. II Mercado de Valores*, dir. Antonio JIMÉNEZ-

BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, coord. Daniel Buno ENTRENA RUIZ, Colección dirigida por Santiago NUÑOZ MACHADO, Ed. Iustel, Madrid: 2009, pp. 583-609.

GÓMEZ PAVON, Pilar: Cuestiones Actuales del Derecho Penal Económico: El Principio de Legalidad y las Remisiones Normativas, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, vol. 48, São Paulo: 2004, pp. 108-163.

GÓMEZ RIVERO, Maria del Carmen/ MARTÍNEZ GONZÁLEZ, Maria Isabel/NUÑEZ CASTAÑO, Elena: *Nociones Fundamentales de Derecho Penal. Parte General*. dir. GÓMEZ RIVERO, Editorial Tecnos, 3ª ed., Madrid: 2015.

GONZÁLEZ CUSSAC, José Luis: El abuso de información Privilegiada, em *Cuadernos de Política Criminal*, nº 37. Madrid: 1989, pp. 119-153.

GONZÁLEZ CUSSAC, José Luís/ MATA LLÍN EVANGELIO, Ángela/ORTS BERENGUER, Enrique/ROIG TORRES, Margarita: *Esquemas de Derecho Penal. Parte Especial*. 2ª ed., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2010.

GONZÁLEZ CUSSAC, José Luís/ORTS BERENGUER, Enrique: *Compendio de Derecho Penal. Parte General*. Ed. Tirant lo Blanch, 6ª ed., Valencia: 2016.

GONZÁLEZ RUS, Juan José: *Bien Jurídico y Constitución* (Base para una teoría), Fundación Juan March, v. 201, Madrid: 1983.

GÓRRIZ ROYO, Elena: *Institutions of Criminal Law, General Part*. Universitat de València, Valencia: 2012.

GRACIA MARTÍN, Luis: *El Derecho penal ante la globalización económica*, Trabajo elaborado en el marco del Proyecto de Investigación SEJ2005 - 07811, de la Dirección General de Investigación, del Ministerio de Educación y Ciencia, sobre “Derecho penal de la Unión Europea”, y del Proyecto Globalización y Derecho penal (DER2009- 13111, subprograma JURI, del VI Programa Nacional de Proyectos I+D+i 2008- 2011 del Ministerio de Ciencia e Innovación), acessado em 15-11-2016, disponível no sítio <http://www.sitios.scjn.gob.mx/cursoderechopenal/sites/default/files/Lecturas/Ensayo%20El%20Derecho%20Penal%20ante%20la%20globalizaci%C3%B3n%20econ%C3%B3mica.pdf>

- HADDOCK, David D. e MACEY, Jonhathan R.: A Coasian model of Insider Trading, em *Northwestern University Law Review*, vol. 80, nº 6, 1985-1986, pp. 1449-1472.
- HARNED, Barbara Ann: Securities Fraud – “Fraud” Proscribed by SEC Rule 10B-5 does not encompass breaches of fiduriary duty when full disclosure is made - Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977), em *Seton Hall Law Review*, 1976/1977, pp. 762-794.
- HASSEMER, Winfried: ¿Puede Haber Delitos que no Afecten a um Bien Jurídico Penal?, em *La Teoria del Bien Juridico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Marcial Pons, Madrid: 2007, pp. 95-104.
- HEFENDEHL, Roland: De Largo Aliento: El Concepto de Bien Jurídico, em *La Teoria del Bien Juridico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Marcial Pons, Madrid: 2007, pp. 459-475.
- HERNANDEZ SAINZ, Esther: La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada, em *Actualidad Penal*, nº09, Madrid: 1997, pp. 173-216.
- HORWICH, Allan: An Inquiry into the Perception of Materiality as an Element of Scienier Under SEC Rule 10b-5, em *The Business Lawyer*, vol. 67, 2011, pp. 1-37.
- IRVING, Robert B.: French Insider Trading Law: a Survey, em *Inter-American Law Review*, Vol. 22, 1990, pp. 41-73.
- JALIL, James P.: Proposal for Insider Trading Regulation After the Fall of the house Enron, em *Fordham J. Corporation & Fin. L.*, 2003, vol. 8, pp. 689-719.
- JENSEN, Michael C. e MECKLING, William H.: Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structures, em *Journal of Financial Economics*, Volume 3, outubro de 1976, pp. 305-360.
- JERICÓ OJER, Leticia: Utilización de información privilegiada en el ámbito del

Mercado de Valores, em *Derecho Penal de la Empresa*, Directora Mirentxu Corcoy Bidasolo, Cordinador Editorial Rafael Lara González, Universidad Pública de Navarra, Navarra: 2002, pp. 178-208.

KRAUSE, Hartmut: The German Securities Trading Act (1994): A Ban on Insider Trading and an Issuer's Affirmative Duty to Disclose Material Nonpublic Information, em *The International Lawyer*, vol. 30, 1996, pp. 555-588.

LEITE FILHO, José.: Notas ao crime de uso indevido de informação privilegiada (art. 27-D da Lei 6.385/76), em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, Vol. 60, mai-jun/2006, Ed. Revista dos Tribunais, pp.78-117.

LEVMORE, Saul.: In defense of the regulation of Insider Trading, em *Harvard Journal of Law & Public Policy*, vol 11, 1988, pp. 101-109.

LINCIANO, Nadia.: The Effectiveness of Insider Trading Regulation in Italy. Evidence from Stock-Price Run-Ups Around Announcements of Corporate Control Transactions, em *European Journal of Law and Economics*, nº 16, 2003, pp. 199-218.

LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Jacobo: El abuso de información privilegiada, em *Curso de Derecho Penal Económico*. Ed. Marcial Pons, Madrid: 1998, pp. 335-368.

_____: El moderno derecho penal para una sociedad de riesgos, en *Revista del Poder Judicial*. Madrid: nº 48, 1997, pp. 289-321.

_____: El Insider Trading, em *Cuadernos de Derecho Judicial*, CGPJ, Madrid: 1993, pp. 189-221.

_____: El Insider Trading, em *ADPCP*, Madrid: 1993, pp. 1031-1060.

_____: *Tratado de Derecho Penal, Parte General*, Ed. Thompson Reuters, Navarra: 2010.

LÓPEZ LOZANO, Miguel Angel: Información Privilegiada em los Mercados de Valores. Aportaciones de la Jurisprudencia de los Estados Unidos, em *La*

Ley, Tomo 4, Madrid: 1997, pp. 1364-1369.

LUZÓN CUESTA, José María: *Compendio de Derecho Penal. Parte General*, Dynkinson S.L., 23ª ed., Madrid: 2016.

LUZÓN PEÑA, Diego-Manuel: *Lecciones de Derecho Penal. Parte General*, 3ª ed., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2016.

MANNE, Henry G.: Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark, em *The Journal of Corporate Law*, vol. 31, 2005-2006, pp. 167-185.

MANNE, Henry G.: *Insider Trading and the Stock Market*, New York, Free Press, 1966.

MARINUCCI, Giorgio e DOLCINI, Emilio: Diritto Penale ‘Minimo’ e Nuove Forme di Criminalità, em *Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale*. Fasc. 3, Milano: 1999, pp. 802-820.

MARTÍN PALLÍN, José Antonio: Uso de información relevante para la cotización em mercado de valores, em *Delitos relativos a la Propiedad Industrial, al Mercado y a los Consumidores*, CGPJ, Madrid: 1997, pp. 147-168.

MARTÍNEZ FLÓREZ, Aurora: Sobre los destinatarios de la Prohibición de usar información privilegiada (artículo 81.2 de la ley del mercado de valores española), em *Derecho de Sociedades, Libro en Homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, Volumen III. Ed. McGrawHill, Madrid: 2002, pp. 2807-2842.

MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos: *Derecho Penal Económico. Parte General*. Ed. Tirant lo Blanch, 5ª ed., Valencia: 2016.

_____: *Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial*. Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2015.

_____: *Derecho Penal. Parte Especial*. Ed. Tirant lo Blanch, 5ª ed, coord. J. L. González-Cussac, Valencia: 2016.

MARTÍNEZ GARAY, Lucía/ GUARDIOLA LAGO, María Jesús: Delitos contra el

Mercado y los Consumidores, em *Esquemas de la Parte Especial del Derecho Penal (I)*, Tomo XXXII, dir. QUINTERO OLIVARES, G./CARBONELL MATEU, J.C./MORALES PRATS, F./GARCÍA RIVAS, N./ÁLVAREZ GARCÍA, F.J., coord. MANJÓN-CABEZA OLMEDA, A. Y VENTURA PUSCHEL, A., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2011, pp. 377-410.

MARTINS PROENÇA, José Marcelo: *Insider Trading – Regime Jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. Ed. Quartier Latin, São Paulo: 2005.

MATA BARRANCO, Norberto J. de la: *Derecho Penal Europeo y Legislación Española: las reformas del Código Penal*. Colección delictos, v. 112, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2015.

MENDOZA BUERGO, Blanca.: *El Derecho Penal en la sociedad del riesgo*. Ed. Civitas, Madrid: 2001.

_____: Delitos contra el mercado – Abuso de Información Privilegiada, en *Memento PENAL 2015*, Coord. MOLINA FERNÁNDEZ, Fernando, Ed. Francis Lefebvre, Madrid: 2015, pp. 1218-1222.

_____: Delitos relativos a los mercados y a los consumidores – Abuso de Información Privilegiada, en *Memento PENAL 2016*, MOLINA FERNÁNDEZ, Fernando, Ed. Francis Lefebvre, Madrid: 2016, marginal 12035- 12049.

MIGLIETI, Marta. The New EU Criminal Law Competence in Action: The Proposal for a Directive on Criminal Sanctions for Insider Dealing and Market Manipulation, em *IES Working Paper*, 5/2013, Bruxelas, disponível em <http://aei.pitt.edu/60846/>, data de acesso: 05-01-2016.

MIR PUIG, Santiago: *Direito Penal – Fundamentos e Teoria do Direito*. Ed. Revista dos Tribunais, Tradução Cláudia Viana Garcia e José Carlos Nobre Porciúncula Neto, São Paulo: 2007.

_____/GÓMEZ MARTÍN, Victor: Responsabilidad penal de las personas físicas, em *Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa*.

Parte General y Parte Especial. Tomo 2, dir. Mientxu CORCOY BIDASOLO y Víctor Gomez Martín, coord. Celia DIAZ MORGADO, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2016.

MORAES, Livia Lenz de: A comparative study of insider trading regulation and its enforcement in Brazil and the U.S., em *Revista Jurídica Empresarial*, Ano 3, nº 13, São Paulo: 2010, pp. 151-171.

MORALES PRATS, Fermín: Comentarios al Código Penal Español, Tomo II, dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Fermín MORALES PRATS, Ed. Thomson Reuters, 6ª ed., Navarra: 2011.

_____: *Comentarios a la Parte Especial del Derecho Penal*. dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Fermín MORALES PRATS, Ed. Thomson Reuters, 10ª ed., Navarra: 2016, acessado em 05-12-2016, disponível no sítio da Universidad Autónoma de Madrid: <https://proview.thomsonreuters.com/title.html?redirect=true&titleKey=aranz%2Fcodigos%2F159159142%2Fv10.1&titleStage=F&titleAcct=i0adc419b0000015890ef3c7a5ae63779#sl=0&eid=2101fb3b0d5b4663708be903568f24c2&eat=%5Bbid%3D%221%22%5D&pg=&psl=e&nvgS=false>.

MORENO-LUQUE, Juan Manuel: El Control de la Información Financiera de las Sociedades que cotizan em Bolsa. Primeras Observaciones a las Recomendaciones del Libro Blanco, em *Presente y Futuro de la Información Financiera. Gestión 2000*, Barcelona: 2003, pp. 326-425.

MONROY ANTÓN, Antonio J.: *El Delito de Abuso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Ed. DIJUSA, Madrid: 2006.

_____: El Bien Jurídico Protegido en el Delito de Abuso de Información Privilegiada, em *Revista de Direito Bancario e Bursátil*, vol. 98, 2005, pp. 35-81.

MUÑOZ CONDE, Francisco e GARCÍA ARÁN, Mercedes: *Derecho Penal, Parte General*. Ed. Tirant lo Blanch, 9ª edición, Valencia: 2015.

MUÑOZ CONDE, Francisco: *Derecho Penal, Parte Especial*. Ed. Tirant lo Blanch, 20ª ed., Valencia: 2015.

- _____: Delincuencia económica: Estado de la cuestión y propuestas de reforma, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*, Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemann. Boletín Oficial del Estado, Madrid: 1995, pp. 265-283.
- _____: Principios Político Criminales que inspiran el tratamiento de los Delitos contra el Orden Socioeconómico en el Proyecto del Código Penal Español de 1994, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, vol. 11, São Paulo:1995, pp. 7-20.
- _____: Cuestiones dogmáticas básicas en los delitos económicos, em *Revista Penal*, nº 1, julio 1997, pp. 67 al 76.
- _____: *Violación de Secretos. Uso Indebido de Información Privilegiada*, Instituto Andaluz de Administración Pública, Sevilla: 1998.
- MUÑOZ DE MORALES ROMERO, Marta: *El legislador Penal Europeo: Legitimidad y Racionalidad*, Civitas/Thomson Reuters, Pamplona: 2011.
- MURDOCK, Charles W.: JANUS CAPITAL GROUP, INC. V. FIRST DERIVATIVE TRADERS: The culmination of the Supreme Court’s evolution from liberal to reactionary in rule 10B-5 actions, em *Denver University Law Review*, vol. 91, 2015, pp. 369-440.
- NASCIMENTO RODRIGUES, Sofia: *A Proteção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Ed. Almedina, Coimbra: 2001.
- NAUCKE, Wolfgang: *El concepto de delito económico-político – Uma aproximación*. Tradução Eugenio Sarabayrouse, Ed. Marcial Pons, Madrid: 2015.
- NEVES, A. Castanheira: Entre o “legislador”, a “sociedade” e o “juiz” ou entre “sistema”, “função” e “problema” – os modelos actualmente alternativos da realização jurisdiccional do direito, em *Boletim da Faculdade de Direito*, nº 74, Coimbra: 1998, pp.1-44.
- NIETO MARTÍN, Adán: The times they are a changing’: También para el Insider Trading: Caso Tabacalera, em *Fraude a Consumidores y Derecho Penal*.

Fundamentos y talleres de leading cases. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO e Víctor GÓMEZ MARTÍNS, coord. Vicente VALIENTE IVANÉZ, Edisofer, Madrid: 2016, pp. 437-452.

_____: *Insider Trading o tráfico con información privilegiada.* *Almacén de Derecho.* Acessado em 18-12-2016, disponível no sítio <http://almacenederecho.org/insider-trading-o-trafico-con-informacion-privilegiada/>

NNONA, George C.: International Insider Trading: Reassessing the Property and Feasibility of the U.S. Regulatory Approach, em *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, vol. 27, 2001-2002, pp. 185-253.

OBREGÓN GARCÍA, Antonio/ GÓMEZ LANZ, Javier: *Derecho Penal. Parte General: Elementos Básicos de Teoría del Delito.* Editorial Tecnos, 2ª ed., Madrid: 2015.

O'CONNOR, Marleen A.: Toward a more efficient deterrence of insider trading: the repeal of section 16 (b), em *Fordham Law Review*, vol 58, 1989-1990, pp. 309-381.

OVEJERO LUCAS, Félix: Mercado Financiero, responsabilidad y soluciones globales, em *La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, AFDUAM, nº 12, Madrid: 2012, pp. 407-427.

PAZ FERREIRA, Eduardo: A informação no mercado de valores mobiliários, em *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra Editora, Coimbra: 2001, pp. 137-159.

PAZ RUBIO, Jose María: El tráfico de influencias y la información privilegiada, em *Cuadernos de Derecho Judicial: la nueva delincuencia.* CGPJ, Madrid: 1993, pp. 97-188.

PEDRAZZI, Cesare: El bien jurídico en los delitos económicos, em *Los Delitos Socio-Económicos*, Dir. Marino BARBERO SANTOS, (Trad. Aurelia-Asunción RICHART RODRÍGUEZ). Madrid: 1985, pp. 279-296.

PEÑA CABRERA, Raul: El bien jurídico en los delitos económicos (con

referencia al Código Penal Peruano), em *Revista Brasileira de Ciencias Criminais*, ano 3, nº 11, julho-setembro, São Paulo: 1995, pp. 36-45.

PEÑARANDA RAMOS, Enrique/ SUÁREZ GONZÁLEZ, Carlos/ CANCIO MELIÁ, Manuel: *Un Nuevo Sistema del Derecho Penal. Consideraciones sobre la teoria de la imputación de Günther Jakobs*. Ed. Grijley, Biblioteca de Autores Extranjeros, n. 4, Lima: 1998.

PESSANO, Maira Macchi: Insider Trading: a White collar crime that challenges society, em *Opinio Jure*, nº2, Canoas: 1994, pp.12-24.

PETTER, Lafayette Josué: *Direito Econômico*, 4ª edição, Ed. Verbo Jurídico, Porto Alegre: 2009.

PINTO, Frederico de Lacerda da Costa. *O novo Regime dos Crimes e Contra-Ordenações no Código dos Valores Mobiliários, Estudos sobre o Mercado de Valores Mobiliários*, Almedina, 2000.

POLAINO NAVARRETE, Miguel: *Lecciones de Derecho Penal. Parte General*. Editorial Tecnos, Madrid: 2013.

_____: *El bien jurídico en el derecho penal*, Publicaciones de la Universidad de Sevilla, Sevilla: 1974.

_____ e JAKOBS, Günther: *El Derecho Penal ante las Sociedades Modernas – Dos Estudios de Dogmática penal y política criminal*. Editora Jurídica Grijley, Lima: 2006.

PRIETO DEL PINO, Ana María: *El Derecho Penal ante el Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Ed. Aranzadi, Navarra: 2004.

_____: *Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, em *La harmonización del Derecho Penal español: una evaluación legislativa*, Cordinadores Luis Arroyo Zapatero, Adán Nieto Martín e Pedro Crespo Barquero, Boletín de Información del Ministerio de la Justicia, Madrid: 2006, pp. 168-180.

PRIETO SANCHÍS, Luis: *El Constitucionalismo de los derechos. Ensayos de filosofía jurídica*. Ed. Trotta, Madrid: 2013.

QUERALT JIMÉNEZ, Joan J.: *Derecho penal español. Parte especial*. Atelier Libros Jurídicos, 3ª ed., Barcelona: 2010.

_____: *Derecho penal español. Parte especial. Manuales de Derecho Penal*. Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2015.

QUINN, Randall W.: The Misappropriation Theory of Insider Trading in the Supreme Court: a (Brief) response to the (many) critics of United States v. O'Hagan, em *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. 8, Issue 3, 2003, pp. 865-895.

QUINTANAR DÍEZ, Manuel: *Un concreto aspecto del llamado Derecho penal económico: los delitos bursátiles*, CESEJ Ediciones, Madrid: 2006.

____ e ORTIZ NAVARRO, José Francisco: *Elementos de Derecho Penal. Parte General*. Dir. Manuel QUINTANAR DÍEZ, 2ª ed., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2015.

QUINTERO OLIVARES, Gonzalo/MORALES PRATS, Fermín: *Parte General del Derecho Penal*. Ed. Thomson Reuters, 4ª ed., Navarra: 2010.

QUINTERO OLIVARES, Gonzalo/GONZÁLEZ BONDIA, Alfonso/FALLADA GARCÍA-VALLE, Juan Ramón: *La construcción del bien jurídico protegido a partir de la Constitución*, em *Derecho Penal Constitucional*, dir. Gonzalo QUINTERO OLIVARES, coord. Jordi JARIA I MANZANO, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2015.

RAMÓN RUIZ, Luis: El Abuso de Información Privilegiada en Derecho Español, em *La Regulación del Mercado de Valores (Estudio de Derecho Peruano y Español)*, coord. RUÍZ RODRÍGUEZ/REYNA ALFARO/TERRADILLOS BASOCO/PORTOCARRERO ZAMORA, Editorial Librería Portocarrero, Lima: 2001, pp. 73-130.

RANDO CASERMEIRO, Pablo: *La Distinción entre el Derecho Penal y el Derecho Administrativo Sancionador – Un análisis de política jurídica*. Tirant monografías, v. 704, Valencia: 2010.

RIGHI, Esteban: *Derecho Penal Económico Comparado*, Editoriales de -Derecho Reunidas S.A., Madrid: 1991.

REAÑO PESCHIERA, José Leandro: La problemática del bien jurídico protegido en el delito de insider trading y su técnica de protección, em *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Perú, THEMIS* 42, Lima: 2015, pp. 337-349.

RECALDE CASTELLS, André: Reflexiones sobre los efectos de la crisis en la regulación del sistema financiero, em *Estado y mercado en situación de crisis*, AFDUAM, nº 14, Madrid: 2010, pp. 121-140.

RÉGIS PRADO, Luis: *Curso de Direito Penal Brasileiro*, Ed. RT, 12ª ed., São Paulo: 2013.

RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo: *Estudios de Derecho Penal Económico*, Civitas/Thomson Reuters, Navarra: 2009.

_____: La utilización abusiva de información privilegiada em el mercado de valores ante el Derecho Penal, em *Poder Judicial, Nuevas formas de delincuencia*. CGPJ, Madrid: 1988, pp. 237-250.

_____: La criminalización del uso de información privilegiada entre el sí y el no, em *Anales de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación*, nº 37, Madrid: 2007, pp. 595-613.

RODRÍGUEZ RAMOS, Luis: Protección Penal del Mercado Financiero, em *Derecho Bancário y Bursátil*. 2ª edición, Colex, Madrid: 2012, pp. 685-701.

_____: *Código Penal Concordado y Comentado*. Dir. RODRÍGUEZ RAMOS, coord. MARTÍNEZ GUERRA, 4ª ed., La Ley, Madrid: 2011.

_____: *Compendio de Derecho Penal, Parte General*. 2ª ed., Dykinson, S.L., Madrid: 2010.

RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel e HUERTA VIESCA, Maria Isabel: Emisores e Internet ante los Criterios de la CMNV para la Gestión de Noticias y Rumores Difundidos sobre Valores Cotizados, em *RDBB* vol. 116, Lex Nova, Octubre-Diciembre/2009, pp. 167-185.

ROLDÁN BARBERO, Horacio: *Manual de Derecho Penal. Parte General*.

Editorial Comares, Granada: 2012.

ROXIN, Claus: Tem futuro o Direito Penal?, em *Revista dos Tribunais*, vol. 790, São Paulo: ago/2001, pp. 459-474.

_____: *Derecho Penal. Parte General. Tomo I*, Ed. Civitas, Trad. e notas 2ª ed. Diego-Manuel, LUZÓN PEÑA, Miguel DÍAS Y GARCÍA CONLLEDO, Javier de VICENTE REMESAL, Madrid: 1997

_____: *Problemas Fundamentais de Direito Penal*. Tradução Ana Paula dos Santos Luís Natscheradetz/Maria Fernanda Palma/Ana Isabel de Figueiredo, 3ª ed., Coleção Vega Universidade, Lisboa: 1998.

_____: *Autoría y Dominio del Hecho en Derecho Penal*, Ed. Marcial Pons, 7ª ed., Madrid/Barcelona: 2000.

_____: ¿Es la Protección de Bienes Jurídicos una Finalidad del Derecho Penal?, em *La Teoría del Bien Jurídico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Marcial Pons, Madrid: 2007, pp. 443-475.

_____: *A proteção de bens jurídicos como função do Direito Penal*. Org. e Trad. André Luis Callegari e Nereu José Giacomolli, Ed. Livraria do Advogado, Porto Alegre: 2006.

RUIZ RODRÍGUEZ, Luis Ramon: *Protección Penal del Mercado de Valores (Infidelidades em la gestión de patrimonios)*. Tirant lo Blanch, Valencia: 1997.

_____: *Comentarios al Código Penal*. dir. L. ARROYO ZAPATERO/I. BERDUGO GÓMEZ DE LA TORRE/J.C. FERRÉ OLIVÉ/N. GARCÍA RIVAS/J.R. SERRANO PIEDECASAS/J.Mª. TERRADILLOS BASOCO, coord. A NIETO MARTÍN/A.I. PÉREZ CEPEDA, Ed. Iustel, Madrid: 2007.

RUIZ, Lynda M.: European Community Directive on Insider Dealing: A Model for Effective Enforcement of Prohibitions on Insider Trading in International Securities Markets, em *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 33, 1995, nº 1, pp. 217-247.

SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal: La reforma del Mercado de Valores Español: algunas claves orientadoras, em *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Madrid: 1990, pp. 11-22.

_____: *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. Ed. Thompson/Civitas, Navarra: 2008.

SÁNCHEZ GUILARTE, J. e TAPIA HERMIDA, A.J.: El abuso de información privilegiada (“insider trading” y operaciones de iniciados), em *RDBB*, n. 28, 1987, pp. 751-789.

SANTANA VEGA, Dulce María/GÓMEZ MARTÍN, Victor: *Comentarios al Código Penal*. Dir. Mirentxu CORCOY BIDASOLO y Santiago MIR PUIG, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2011.

SANTANA VEGA, Dulce María: *Abuso de la Información Privilegiada*, em Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte General y Parte Especial. Tomo 2, dir. Mientxu CORCOY BIDASOLO y Víctor Gomez Martín, coord. Celia DIAZ MORGADO, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2016.

SCHÜNEMANN, Bernd: O direito penal é a ultima ratio da proteção de bens jurídicos! – Sobre os limites invioláveis do direito penal em um Estado De Direito liberal, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, v. 53, Tradução Luis Greco, São Paulo: 2005, pp. 9-37.

_____: *Consideraciones críticas sobre la situación espiritual de la ciencia jurídico-penal alemana*. Tradução de Manuel Cancio Meliá, Universidad Externado de Colombia, Colombia: 1998.

_____: El Principio de Protección de Bienes Jurídicos como Punto de Fuga de los Límites Constitucionales de los Tipos Penales y de su Interpretación, em *La Teoria del Bien Juridico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Marcial Pons, Madrid: 2007, pp. 197-226.

SEHER, Gerhard: La Legitimación de Normas Penales Basadas en Principios y el Concepto de Bien Jurídico, em *La Teoria del Bien Juridico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland

Hefendehl (ed.), Marcial Pons, Madrid: 2007, pp. 69-92.

SEMINARA, Sergio: El Nuevo Delito de *Insider Trading* en el Ordenamiento Jurídico Italiano, em *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*, Dir. Carlos Martínez-Buján Pérez, A Coruña: 1998, pp. 141-158.

_____: Aspectos Problemáticos en Materia de *Insider Trading*, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*, Jornadas en Honor del Profesor Klaus Tiedemann. Tradução de Carlos J. Suárez, Boletín Oficial del Estado, Madrid: 1995, pp. 532-542.

SILVA, Paulo Cezar da: *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional – Aspectos Penais e Processuais da Lei nº 7.492/86*, Ed. Quartier Latin, São Paulo: 2006.

SILVA SÁNCHEZ, Jesús Maria: *Fundamentos del Derecho Penal de la Empresa*, Edisofer S.L., Madrid: 2013.

_____: *La expansión del Derecho penal*. Colección Estudios y Debates en Derecho Penal, Dir. SILVA SÁNCHEZ, vol. 1, 2ª ed., BdeF Editora, Buenos Aires: 2006.

_____: El Derecho Penal ante la Globalización y la Integración Supranacional, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, vol. 24, São Paulo: 1998, pp. 65-78.

_____: Retos Científicos y Retos Políticos de la Ciencia del Derecho Penal, em *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, vol. 36, São Paulo: 2001, pp. 33-50.

_____: Legislación Penal sócio-económica y retroactividad de disposiciones favorables: El caso de las “Leyes en Blanco”, em *ADPCP*, Madrid: 1987, pp. 647-663.

SOTIS, Carlo: Il Trattato Di Lisbona e Le Competenze Penali Dell’Unione Europea, em *Osservatori*, nº 3, 2010, pp. 326-346, disponível em <http://biblioteca.luiss.it/novita-tema-di-diritto-penale-europeo>, data de consulta: 27-10-2015.

STANDEN, Daniel James: Insider Trading Reforms Sweep Across Germany: Bracing for the Cold Winds of Change, em *Harvard International Law Journal*, vol. 36, 1995, pp. 177-206.

STEINBERG, Marc I.: Insider Trading Regulation – A Comparative Analysis, em *The International Lawyer*, vol. 37, 2003, pp. 153-171.

SUÁREZ GONZÁLEZ, Carlos: Comentarios a los delitos relativos al mercado y a los consumidores, em *Comentarios al Código penal*, Rodríguez Mourullo (dir.)/Jorge Barreiro (coord.), Madrid: 1997.

_____: Aspectos Problemáticos en Materia de Insider Trading, Trad. Sergio Seminara, em *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo, Jornadas en Honor del Profesor Klaus Tiedemann*, Boletín Oficial del Estado, Madrid: 1995, pp. 523-544.

TAVARES, Juarez: Globalización, Derecho Penal y Seguridad Pública, em *Derecho Penal y Política Transnacional*, Coords. Silvina Bacigalupo y Manuel Cancio Meliá, Atelier Libros Jurídicos, Barcelona: 2005, pp. 305-318.

TEIXEIRA DA COSTA, Roberto: *Mercado de Capitais – Uma trajetória de 50 anos*. Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, São Paulo: 2006.

TEIXEIRA QUATTRINI, Larissa: *Os deveres dos administradores de Sociedades Anônimas Abertas – Estudo de Casos*, Ed.Saraiva, São Paulo: 2014.

TERRADILLOS BASOCO, Juan M.: Los delitos societarios, em *Estudios sobre el nuevo Código Penal de 1995*, Cord. Bernardo DEL ROSAL BLASCO, Ed. Tirant lo blanch, Valencia: 1997, pp. 259-287.

_____: Protección Penal del Mercado Financiero, em *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*, Dir. Carlos Martínez-Buján Pérez, A Coruña: 1998, pp. 159-182.

THOMPSON, Robert B.: Insider Trading, Investor Harm, and Executive Compensation, em *Case Western Reserve Law Review*, vol. 50, 1999-2000, pp. 291-304.

TIEDEMANN, Klaus: *Leciones de Derecho Penal Económico*(comunitário,español, alemán), PPU/S.A, Barcelona: 1993.

_____: Presente y futuro del Derecho penal económico, *em Hacia un Derecho penal económico europeo. Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemann*, Boletín Oficial del Estado, Madrid: 1995.

_____: *Manual de Derecho Penal Económico. Parte General y Especial*. Coords. de Tradução Manuel ABANTO VÁSQUEZ e Adán NIETO MARTÍN, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia: 2010.

ULHOA COELHO, Fábio: *Manual de Direito Comercial*, Ed. Saraiva, 14ª edição, São Paulo: 2003.

_____: *Curso de Direito Comercial*, vol. 2, Ed. Saraiva, São Paulo: 1999.

UMHOEFER, Carol e PIÉTRANCOSTA, Alain: Le Délit d’Initié: Insider Trading Law in France, *em Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 30, 1992, nº1, pp. 89-144.

VEGA GUTIÉRREZ, José Zamyr: *Mercado de Valores en Derecho Penal – Abuso de información privilegiada bursátil: “Insider Trading”*, Edisofer S.L., Madrid: 2013.

_____: Problemas de tipicidad en las modalidades de *insider trading* (art. 285 CP), *em La Ley Penal*, nº 84, Madrid: 2011, pp. 44-70.

VOGEL, Joachim: Derecho Penal y Globalización, trad. Manuel CANCIO MELIÁ, Universidad Autónoma de Madrid, *em La Protección de Bienes Jurídicos Globales*, AFDUAM, nº 12, Madrid: 2012, pp. 113-126.

Von HIRSCH, Andrew: El Concepto de Bien Jurídico y el Principio del Daño, *em La Teoria del Bien Juridico - ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?*, Roland Hefendehl (ed.), Marcial Pons, Madrid: 2007, pp. 37-52.

WAGNER, Robert E.: Gordon Gekko to the Rescue?: Insider Trading as a tool to

combat accounting fraud, em *University of Cincinnati Law Review*, vol. 79, 2010, pp. 973-1016.

WANG, William K. S.: Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: who is harmed, and who can sue whom under SEC Rule 10b-5?, em *Southern California Law Review*, vol. 54, 1981, pp. 1217-1321.

ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, Carlos: *Los Delitos Bursátiles*. Revista de Derecho del Mercado de Valores, Monografía nº 7, La Ley. Madrid: 2011.

ZAFFARONI, Eugenio Raúl/PIERANGELLI, José Henrique: *Manual de Direito Penal Brasileiro. Parte Geral*. Ed. Revista dos Tribunais, São Paulo: 1997.

ZUGALDIA ESPINAR, José Miguel: Los delitos contra la propiedad, el patrimonio y el orden socioeconómico en el nuevo Código Penal (Consideraciones generales sobre el Título XIII del N.C.P.), em *Cuadernos de Política Criminal*, nº 59. Edersa. Madrid: 1996, pp. 417 al 433.

_____: *Lecciones de Derecho Penal –Parte General*. Dir. ZUGALDÍA ESPINAR, coord. MORENO-TORRES HERRERA, María Rosa, Ed. Tirant lo Blanch, 3ª ed., Valencia: 2016.